

OF. DIR – 026/2012

São Paulo, 03 de agosto de 2012.

Ilma. Sra.
Flavia Mouta
Superintendência de Desenvolvimento de Mercado
CVM - Comissão de Valores Mobiliários

Ref.: Edital de Audiência Pública SDM nº 04/12

Prezados Senhores,

Em atenção ao edital de audiência pública em referência, que trata de vendas a descoberto no âmbito de ofertas públicas de ações, vimos respeitosamente apresentar os nossos comentários e sugestões de alteração à minuta de instrução proposta.

O entendimento do grupo foi de que o rol de exceções apresentado na minuta deveria ser complementado de modo a contemplar outras hipóteses de operações legítimas, que não guardam qualquer relação com as práticas que a norma busca coibir. Tais exceções são propostas em linha com as hipóteses já constantes do art. 48, II, da Instrução CVM nº 400/2003, e/ou com aquelas cuja inserção foi solicitada a essa D. CVM por esta Associação por ofícios encaminhados em 03/10/2011 e 29/06/2012. Além disso, entendeu-se necessário qualificar o §2º do artigo 1º da norma proposta, de modo que as situações em que a decisão de investimento não esteja sujeita à influência do investidor não sejam objeto da vedação.

Assim sendo, apresentamos abaixo nossas propostas de alteração ao Art. 1º da minuta de instrução, seguidas das respectivas justificativas para cada solicitação:

“Art. 1º Fica vedada a aquisição de ações, no âmbito de ofertas públicas de ações, por investidores que tenham realizado vendas a descoberto da ação objeto na data da fixação do preço da oferta e nos 5 (cinco) pregões que a antecedem.”

Rio de Janeiro

Av. República do Chile, 230 13º andar
20031-170 Rio de Janeiro RJ Brasil
+ 55 21 3814 3800 Fax 21 3814 3960

www.anbima.com.br

São Paulo

Av. das Nações Unidas, 8.501 21º andar
05425-070 São Paulo SP Brasil
+ 55 11 3471 4200 Fax 11 3471 4230

(...)

§ 2º Para os efeitos desta instrução, são consideradas operações de um mesmo investidor as vendas a descoberto e as aquisições de ações realizadas em seu próprio nome ou por meio de qualquer veículo cuja decisão de negociação seja não discricionária ou esteja sujeita à influência pelo investidor.

Justificativa

Situações em que a decisão de investimento não esteja sujeita à influência do investidor não devem ser objeto da vedação sugerida na minuta objeto da audiência pública, tendo em vista que, nesta hipótese, a decisão da venda a descoberto não seria motivada pela expectativa de receber os ativos ofertados, motivação essa que constitui um dos pressupostos para a vedação. Entendemos que a venda a descoberto, nesta hipótese, não tem o caráter manipulatório e deletério para o funcionamento do mercado, motivador da proposta de vedação. A aplicabilidade da vedação, nesses casos, poderia ocasionar descumprimentos inadvertidos da norma, cuja prevenção, por sua vez, poderia trazer ônus e custos desnecessários para os investidores e responsáveis por veículos com decisão discricionária atuando em seu favor.

Vale destacar que a *Securities and Exchange Commission* dos Estados Unidos da América, desde 2007, excepciona expressamente da vedação a aquisição de ações em oferta pública quando tenha sido realizada venda a descoberto em conta separada do investidor, se as decisões relativas à negociação de cada conta são tomadas separadamente e sem coordenação entre as contas (*Regulation M. Rule 105. 17 C.F.R. Section 242.105 (b) (2)*).

(...)

§ 4º A vedação prevista no caput não se aplica a quem no período nele referido, tenha efetuado vendas a descoberto relacionadas a ~~nos seguintes casos~~:

I – operações realizadas por pessoas jurídicas no exercício da atividade de formador de mercado da ação objeto da oferta, conforme definida na norma específica; e

II – operações posteriormente cobertas por aquisição em mercado da quantidade total de ações correspondente à posição a descoberto até, no máximo, 2 (dois) pregões antes da data de fixação do preço da oferta.

Rio de Janeiro

Av. República do Chile, 230 13º andar
20031-170 Rio de Janeiro RJ Brasil
+ 55 21 3814 3800 Fax 21 3814 3960

www.anbima.com.br

São Paulo

Av. das Nações Unidas, 8.501 21º andar
05425-070 São Paulo SP Brasil
+ 55 11 3471 4200 Fax 11 3471 4230

III – negociações por conta e ordem de terceiros;

Justificativa

As vendas a descoberto realizadas por conta e ordem de terceiros no período restrito pela norma não deveriam restringir o agente que, posteriormente, decida participar da oferta e adquirir ações para a sua própria carteira proprietária. Se a venda a descoberto foi realizada por conta e ordem de terceiro, ela não guarda qualquer relação com a posterior aquisição proprietária e, dessa forma, não pode constituir prática manipulativa reprovável. Pelo contrário: a vedação pode levar agentes que têm interesse na oferta a deixar de aceitar ordens de clientes no período restrito, o que é indesejável ao bom desenvolvimento do mercado secundário do papel ofertado – especialmente às vésperas de uma nova oferta pública. Em adição, vale salientar que essa hipótese de negociação sempre esteve contemplada, por exemplo, no rol de exceções do artigo 48, II, da Instrução CVM nº 400/2003, possivelmente por motivos similares aos que orientam nossa sugestão de alteração.

IV – operações claramente destinadas a acompanhar índice de ações, certificado ou recibo de valores mobiliários;

Justificativa

As vendas a descoberto cujo objetivo seja acompanhar índice de ações, por sua própria natureza, não deveriam restringir o investidor que, posteriormente, decida participar da oferta e adquirir ações para a sua carteira proprietária. Se a venda a descoberto foi realizada para acompanhar índice, o investidor não está focado especificamente em nenhuma ação, e sim em uma cesta composta por vários papéis – ou seja, uma venda a descoberto com essas características não guarda relação com a posterior aquisição proprietária e, dessa forma, não pode constituir prática manipulativa. Pelo contrário: a vedação pode levar os investidores a deixar de participar da oferta para poder seguir acompanhando os índices que já acompanhavam, o que pode desestimular o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro. Ou, de outra forma, podem decidir desmontar sua posição em índice para conseguir participar da oferta, o que também não é desejável sob o ponto de vista do desenvolvimento do mercado secundário. Adicionalmente, vale destacar que essa exceção sempre esteve contemplada, por exemplo, no rol do artigo 48, II, da Instrução CVM nº 400/2003.

V – operações destinadas a proteger posições assumidas em derivativos contratados com terceiros;

Justificativa

Vendas a descoberto realizadas com o objetivo de proteção (*hedge*) de operações de derivativos contratadas com clientes não deveriam restringir o agente que, posteriormente, decida adquirir ações na oferta. Trata-se de proteção de derivativos contratados com clientes, que, portanto, não guarda qualquer relação com a posterior aquisição proprietária e, dessa forma, não pode constituir prática manipulativa. Os investidores devem seguir capazes de gerenciar e se proteger do risco das operações com clientes, e, na prática, eles não poderão deixar de fazer isso – o efeito prático pode ser a simples decisão dos agentes que necessitam proteger suas carteiras no sentido de não participar das ofertas, o que pode ser prejudicial ao desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro. Ou, de outro modo, as operações de derivativos podem deixar de estar disponíveis a clientes em determinados períodos por agentes que tenham interesse na oferta, o que também não é favorável ao desenvolvimento do mercado secundário. Vale lembrar que as operações destinadas a proteger posições assumidas em *total return swaps* estão contempladas nas exceções do artigo 48, II, da Instrução CVM 400/2003.

VI – administração discricionária de carteira de terceiros;

Justificativa

As vendas a descoberto realizadas no exercício da administração discricionária de carteira de terceiros não deveriam restringir o agente que, posteriormente, decida participar da oferta e adquirir ações para a sua própria carteira proprietária. Se a venda a descoberto foi realizada no exercício da administração discricionária de carteira de terceiros, ela não guarda qualquer relação com a posterior aquisição proprietária e, dessa forma, não pode constituir prática manipulativa. De outra forma, o investidor pode se ver em posição de ter de renunciar ao seu papel de administrador da carteira para poder participar da oferta ou, por outro lado, pode simplesmente decidir não participar da oferta – nenhum dos dois efeitos é desejável para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro. Por fim, note-se que essa exceção consta do rol do artigo 48, II, da Instrução CVM nº 400/2003.

VII – operações de arbitragem que não resultem na tomada de posições direcionais ao risco dos valores mobiliários; e

Justificativa

As operações de arbitragem objetivam capturar distorções de preços de um mesmo valor mobiliário em diferentes mercados, em um determinado momento, sem que o investidor altere sua posição direcional ao risco do papel. Dessa forma, quando identificada a distorção de preços, o investidor atua de maneira oposta nos mercados, comprando o valor mobiliário em um e vendendo o mesmo valor mobiliário em outro – essa mesma lógica também pode motivar operações com índices e os papéis que o compõem, por exemplo. Nessa linha, note-se que boa parte das carteiras de arbitragem são atualmente administradas por meio de robôs (sistemas com algoritmos programados), sem interferência humana – e, portanto, sem qualquer análise técnica ou fundamentalista que baseie a decisão de investimento. Os efeitos desse tipo de operação são benéficos para corrigir distorções de preço e liquidez entre diferentes mercados, contribuindo para sua higidez.

Desse modo, uma venda a descoberto realizada com o objetivo de arbitragem não deveria restringir o investidor que, posteriormente, decida adquirir ações na oferta. Trata-se de operação que não altera a sua posição direcional do investidor e, que, portanto, não guarda qualquer relação com a posterior aquisição proprietária – dessa forma, não pode constituir prática manipulativa. Como referido, os efeitos das operações de arbitragem são benéficos para corrigir distorções de preço e liquidez entre diferentes mercados. Como efeito prático da vedação, os investidores podem simplesmente decidir não entrar nas ofertas para poder seguir com suas operações de arbitragem ou, de outro modo, podem interromper suas operações de arbitragem com o objetivo de participar das ofertas. Os dois efeitos são prejudiciais ao desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro.

VIII – Ajuste de posições vendidas a descoberto previamente detidas pelos fundos de investimento quando ocorrerem aportes de recursos no período referido no caput

Entendemos que a vedação prevista no caput pode gerar distorções na alocação do fundo de investimento, quando este detiver posições vendidas a descoberto, antes do período de que trata o caput, e ocorrer alguma movimentação significativa (aporte) durante o período de 5 pregões que antecedem a oferta.

Na ocorrência de oscilações no patrimônio líquido do fundo é necessário que o gestor, no correto desempenho de suas atividades, faça o balanceamento das posições da carteira a fim de manter o enquadramento das operações, evitando assim, prejudicar os cotistas do fundo.

Sem mais, e com protestos de elevada estima e consideração, colocamo-nos à inteira disposição dessa CVM para prestar quaisquer esclarecimentos necessários.

Atenciosamente,

Marcio Guedes Pereira Junior

Robert John van Dijk

**Presidente do Comitê de Finanças
Corporativas**

**Presidente do Comitê de Renda Fixa
e Multimercado**

ANBIMA – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais

Rio de Janeiro

Av. República do Chile, 230 13º andar
20031-170 Rio de Janeiro RJ Brasil
+ 55 21 3814 3800 Fax 21 3814 3960

www.anbima.com.br

São Paulo

Av. das Nações Unidas, 8.501 21º andar
05425-070 São Paulo SP Brasil
+ 55 11 3471 4200 Fax 11 3471 4230