

São Paulo, 11 de fevereiro de 2022

À

Comissão de Valores Mobiliários – CVM

Superintendência de Desenvolvimento de Mercado – SDM

Ref.: Edital de Audiência Pública SDM nº 08/21

Prezados Senhores,

Cumprimentamos essa Comissão pela iniciativa de, por meio do Edital de Audiência Pública SDM nº 08/2021, de 14 de dezembro de 2021 (“Edital”), propor a inclusão na Instrução CVM 472/2008 de vedação expressa ao uso indevido de informações privilegiadas em negociações de cotas de fundo de investimento imobiliário (“FII”).

No intuito de contribuir no processo de discussão da norma, gostaríamos de fazer duas sugestões pontuais: a primeira sobre o conceito de relevância atualmente empregado na referida norma e a segunda sobre o dever de sigilo e a proibição ao repasse indevido de informação privilegiada.

O conceito de informação relevante e a informação relevante sem impacto no preço

O art. 41, V, da Instrução CVM nº 472/2008 inclui os fatos relevantes no rol de informações eventuais que devem ser disponibilizadas aos cotistas. Nos termos do §1º daquele mesmo dispositivo, “considera-se relevante, para os efeitos do inciso IV, qualquer deliberação da assembleia geral ou do administrador, ou qualquer outro ato ou fato que possa influir de modo ponderável: I – na cotação das cotas ou de valores mobiliários a elas referenciados; II – na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter as cotas; e III – na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular cotas ou de valores mobiliários a elas referenciados.” Nesse ponto, a Instrução



CVM nº 472/2008 replicou o conteúdo da Instrução CVM nº 358/2002, que recentemente foi substituída pela Resolução CVM nº 44/2021.

Embora conste há muito da regulamentação da CVM, o terceiro critério de relevância – baseado, como visto, na utilidade da informação para decisões referentes ao exercício de direitos (em contraposição às decisões típicas de investimento tratadas nos incisos anteriores) – não é, em verdade, pressuposto de um dever autônomo de divulgação nem deve ser pressuposto de uma infração de uso indevido de informações privilegiadas.

Isso não significa que esse critério de relevância seja desprovido de função, mas que a sua real utilidade é diferente daquela desempenhada pelos outros dois critérios de relevância (ou pelo outro critério, caso se entenda que o impacto sobre o preço e sobre as decisões de investimento são, verdadeiramente, diferentes enunciações de um mesmo fenômeno).

Com efeito, o critério de relevância baseado na aptidão da informação em influir, de modo ponderável, em decisões a respeito do exercício de direitos decorrentes da titularidade de valores mobiliários serve, sobretudo, como medida para se determinar o que precisa ser divulgado em conexão com determinados atos societários nos quais (ou em razão dos quais) os titulares de valores mobiliários são chamados a (ou tem a possibilidade de) exercer determinados direitos. Em outras palavras, serve para se aquilatar se as informações efetivamente divulgadas nesse contexto eram ou não completas – pois a medida de suficiência, em uma regulação baseada no *full and fair disclosure*, deve necessariamente ser temperada por um filtro de relevância¹.

¹ Nesse sentido, veja-se trecho de relatório preparado em 1977 pelo Advisory Committee on Corporate Disclosure to the Securities and Exchange Commission: “The concept of materiality is the cornerstone of the disclosure system established by the federal securities laws. It serves a variety of functions, operating both as a principle for inclusion and exclusion of information in investor oriented disclosure documents and as a standard for determining whether a communication (filed or otherwise) omits or misstates a fact of sufficient significance that legal consequences should result”. *Report of the Advisory Committee on Corporate Disclosure to the Securities and Exchange Commission*, Cmte. Print 95-29, House Cmte. On Interstate and Foreign Commerce, 95th Cong., 1st. Sess. 03.11.1977. Disponível em: http://3197d6d14b5f19f2f440-5e13d29c4c016cf96cbbfd197c579b45.r81.cfl.rackcdn.com/collection/papers/1970/1977_1103_AdvisoryDisclosure.pdf

Embora a legislação brasileira não faça referência expressa ao uso de um critério – ou de critérios – de relevância para essa finalidade, pode-se depreender que a regulação baseada na imposição de deveres informacionais pressupõe esse tipo de filtro. Explico. Por um lado, de nada serviria impor aos emissores de valores mobiliários uma série de deveres informacionais se qualquer divulgação fosse, independentemente do seu conteúdo, considerada suficiente para cumprir a norma e, sobretudo, permitir que os investidores



Considerando que o Edital trata, especificamente, da vedação ao uso indevido de informações privilegiadas, cabe assinalar que o “privilégio” conferido pela informação relevante que ainda não foi amplamente divulgada decorre justamente do fato de que aquele que a possui pode se antecipar ao movimento esperado (pois o julgamento de relevância é prospectivo – se a informação pode impactar de “modo ponderável” – e não em julgamento retrospectivo, baseado no impacto efetivo) do mercado. É essa vantagem injusta que as regras de combate ao *insider trading* buscam reprimir, vantagem que somente existe quando a informação em questão é *price sensitive*. Uma informação que pode impactar na decisão sobre o exercício de um direito decorrente da titularidade de valores mobiliários é, sem dúvida, relevante, mas para outros fins, pois, a toda evidência, não confere a quem a possui nenhuma vantagem indevida ao negociar valores mobiliários².

Diante desse motivo, sugerimos que a CVM altere o §1º do artigo 41 da Instrução CVM nº 472/2008 para excluir o atual inciso III. E, embora fuja do escopo desta Audiência, recomendamos que a CVM considere alteração similar por ocasião de uma futura reforma da Resolução CVM nº 44/2021 e das Instruções CVM nº 480 e 481/2009³.

tomem decisões informadas. De outro lado, não é razoável, nem factível, exigir que os emissores divulgassem todas as informações aos acionistas. Tal interpretação não só faria com que os custos da regulação se tornassem totalmente desarrazoados como, também, não traria reais benefícios aos investidores – ao contrário. Tratando do problema da sobrecarga informacional no mercado de capitais, cf. PAREDES, Troy A. *Blinded by the Light: Information Overload and its Consequences for Securities Regulation* (2003). Disponível em: https://openscholarship.wustl.edu/law_lawreview/vol81/iss2/7/.

² A informação que é relevante em razão da sua capacidade de influir nas decisões sobre se (e como) exercer direitos inerentes à condição de titular de valor mobiliário também não se relaciona com a obrigação de divulgar fato relevante, razão pela qual a exclusão do inciso III aqui defendida não traz qualquer prejuízo no aspecto informacional.

³ Nesse caso, penso que a solução não seria simplesmente eliminar o conceito hoje constante do artigo 2º, III, da Resolução CVM nº 44/2021, mas de realocá-lo para a norma que consolida os deveres informacionais das companhias abertas (na data de elaboração destes comentários, a Instrução CVM nº 480/2009). Atualmente, a Instrução CVM nº 481/2009 emprega o conceito de informação relevante (ou de um juízo de relevância) em algumas disposições chaves, como no art. 6º, II, e no art. 23, sem, contudo, definir um critério de relevância. E a Instrução CVM nº 480/2009, prescreve, por exemplo, que as informações divulgadas devem ser “verdadeiras, completas, consistentes e que não induzam o investidor a erro” (artigo 14), além de serem “escritas em linguagem simples, clara, objetiva e concisa” (artigo 15) e serem “úteis à avaliação dos valores mobiliários por ele emitidos” (artigo 17). O critério de relevância que hoje consta do inciso III do art. 2º da Resolução CVM nº 44/2021 deve ser aplicável em julgamentos acerca da suficiência das informações prestadas em cumprimento a esses comandos. Desenvolvi melhor o assunto em artigo (“Alguma coisa está fora da ordem: a informação relevante sem impacto no preço (comentários ao artigo 2º, inciso III, da Resolução CVM nº 44/2021)”) que escrevi para a obra coletiva em homenagem ao Prof. Fabio Ulhoa Coelho, organizada pelos Profs. Ana Frazão, Rodrigo Monteiro de Castro e Sergio Campinho (Ed. Quartier Latin), que se encontra no prelo.



Repasse de informação privilegiada

Por fim, sugerimos que a CVM inclua na Instrução CVM 472/2008 regras que formalizem um dever de sigilo e a proibição ao repasse indevido de informações privilegiadas. A nosso ver, tais medidas complementam as iniciativas propostas no Edital e contribuem para o combate ao uso indevido de informações privilegiadas em negociações de cotas de FII.

Propomos a inclusão de um novo art. 42-A com a consequente renumeração do novo artigo proposto na minuta que consta do Edital, que passaria, então, a ser o novo artigo 42-B (em uma nova seção II-B).

Seção II-A Dever de Guardar Sigilo

Art. 42-A É vedado o repasse de informação relevante ainda não divulgada a que tenha tido acesso em razão de cargo ou posição que ocupe em prestador de serviço do fundo ou em razão de relação comercial, profissional ou de confiança com prestadores de serviço do fundo.

Sendo o que nos cumpria para o momento, colocamo-nos à disposição para esclarecimentos adicionais que eventualmente se façam necessários, reiterando a relevante oportunidade da discussão ora promovida.

Atenciosamente,

Gustavo Machado Gonzalez