

***SYNTHETIC PRIME BROKERAGE* E OS LIMITES DA APLICAÇÃO DA INSTRUÇÃO CVM Nº 530/2012 AOS INTERMEDIÁRIOS**

LUCIANA DIAS¹

I. Introdução

Em meados de 2020, fui consultada por uma instituição financeira com atuação em escala global para emitir parecer jurídico sobre questões relacionadas a um Processo Administrativo Sancionador (“PAS”) em trâmite perante a Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) e seu respectivo Termo de Acusação, por meio do qual referida instituição, aqui designada como “Banco”, foi acusada pela Superintendência de Registro de Valores Mobiliários (“SRE” ou “Acusação”) de ter infringido o disposto no art. 1º da Instrução CVM nº 530, de 2012.²

Mais precisamente, a Acusação afirmava que o Banco teria incorrido em conduta vedada pela regulamentação expedida pela CVM por ter: (i) vendido a descoberto ações ordinárias (“ON3”) e preferenciais (“PN4”) de emissão de uma companhia aberta (“Companhia”) dentro do período compreendido entre a data da fixação do preço de oferta pública de distribuição da Companhia (“Oferta”) e os cinco pregões que a antecederam; e, posteriormente, (ii) subscrito ações emitidas pela Companhia por meio da Oferta.

¹ Doutora (2014) e Mestre (2005) em Direito Comercial pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo – USP. Mestre em Direito pela Escola de Direito da Universidade de Stanford (Master of the Science of Law – J.S.M., 2005). Bacharel em Direito pela Faculdade de Direito da USP (2000). Admitida na Ordem dos Advogados do Brasil (2000) e no New York Bar Association (2005). Professora da Escola de Direito da Fundação Getúlio Vargas (desde 2008). Sócia do L. Dias Advogados.

² Nos termos da Instrução CVM nº 530, de 2012: “Art. 1º. Fica vedada a aquisição de ações, no âmbito de ofertas públicas de distribuição 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 antecederem”.

A resposta à consulta que me foi apresentada demandou a análise de uma norma da CVM que, embora já vigente há um tempo relativamente longo, ainda não havia sido, à época, objeto de decisões específicas pelo Colegiado da autarquia, tampouco debatida com maior profundidade por parte da doutrina jurídica.

Assim, para trazer respostas fundamentadas aos quesitos do Banco, foi preciso retomar tanto os racionais jurídico e econômico que ensejaram a elaboração da Instrução CVM nº 530, de 2012, quanto o histórico da experiência norte-americana com a regra semelhante que confessadamente inspirou a edição da versão brasileira, qual seja, a *Rule 105*, editada pela *Securities and Exchange Commission* (“SEC”).³

³ Dispõe a *Rule 105*: “§ 242.105. *Short selling in connection with a public offering.*

(a) *Unlawful activity.* In connection with an offering of equity securities for cash pursuant to a registration statement or a notification on Form 1-A (§ 239.90 of this chapter) or Form 1-E (§ 239.200 of this chapter) filed under the Securities Act of 1933 (“offered securities”), it shall be unlawful for any person to sell short (as defined in § 242.200(a)) the security that is the subject of the offering and purchase the offered securities from an underwriter or broker or dealer participating in the offering if such short sale was effected during the period (“Rule 105 restricted period”) that is the shorter of the period:

(1) Beginning five business days before the pricing of the offered securities and ending with such pricing; or
 (2) Beginning with the initial filing of such registration statement or notification on Form 1-A or Form 1-E and ending with the pricing.

(b) *Excepted activity—(1) Bona fide purchase.* It shall not be prohibited for such person to purchase the offered securities as provided in paragraph (a) of this section if:

(i) Such person makes a bona fide purchase(s) of the security that is the subject of the offering that is:

(A) At least equivalent in quantity to the entire amount of the Rule 105 restricted period short sale(s);

(B) Effected during regular trading hours;

(C) Reported to an “effective transaction reporting plan” (as defined in § 242.600(b)(23)); and

(D) Effected after the last Rule 105 restricted period short sale, and no later than the business day prior to the day of pricing; and

(ii) Such person did not effect a short sale, that is reported to an effective transaction reporting plan, within the 30 minutes prior to the close of regular trading hours (as defined in § 242.600(b)(68)) on the business day prior to the day of pricing.

(2) *Separate accounts.* Paragraph (a) of this section shall not prohibit the purchase of the offered security in an account of a person where such person sold short during the Rule 105 restricted period in a separate account, if decisions regarding securities transactions for each account are made separately and without coordination of trading or cooperation among or between the accounts.

(3) *Investment companies.* Paragraph (a) of this section shall not prohibit an investment company (as defined by Section 3 of the Investment Company Act) that is registered under Section 8 of the Investment

Paralelamente, os fatos envolvidos na consulta tratavam de um serviço de intermediação que, mesmo sendo cada vez mais comum em âmbito global, possui particularidades que, à primeira vista, dificultam a delimitação do papel assumido pelo intermediário quando da prestação dessa atividade. Se, por um lado, o *synthetic prime brokerage* não é desconhecido de reguladores e acadêmicos, os seus contornos e a função do intermediário nesse contexto, por outro lado, ainda suscitam muitas dúvidas e desafiam a aplicação de certas normas.

Assim, diante do relativo ineditismo do tema e da expectativa de que a prestação do *synthetic prime brokerage* por intermediários globais no Brasil se torne cada mais frequente em razão da contínua internacionalização do mercado de capitais local, entendi que seria útil publicar, em versão resumida, o Parecer emitido a pedido do Banco, para suscitar o debate e aprofundar o conhecimento sobre a Instrução CVM nº 530, de 2012, bem como sobre como essa norma, em minha opinião, se aplica aos intermediários que proveem, aos seus clientes estrangeiros, exposições sintéticas a valores mobiliários negociados no mercado brasileiro.

É preciso registrar dois comentários adicionais. Primeiro, que a acusação formulada pela SRE contra o Banco foi encerrada mediante a celebração de termo de compromisso com a CVM, de modo que o seu mérito não foi objeto de apreciação por parte do Colegiado. A decisão do Colegiado acompanhou a recomendação do Comitê de Termo de Compromisso pela aceitação da proposta elaborada pelo Banco, que em seu parecer, considerou, dentre outros fatores, a opinião proferida pela SRE “*no sentido de que as operações reali-*

Company Act, or a series of such company (investment company) from purchasing an offered security where any of the following sold the offered security short during the Rule 105 restricted period:

- (i) An affiliated investment company, or any series of such a company; or*
- (ii) A separate series of the investment company.*
- (c) Excepted offerings. This section shall not apply to offerings that are not conducted on a firm commitment basis.*
- (d) Exemptive authority. Upon written application or upon its own motion, the Commission may grant an exemption from the provisions of this section, either unconditionally or on specified terms and conditions, to any transaction or class of transactions, or to any security or class of Securities”. Cf. Code of Federal Regulations, Título 17, Capítulo II, Parte 242, Subgrupo Regulation M (105). Disponível em <https://www.govinfo.gov/content/pkg/CFR-2019-title17-vol4/xml/CFR-2019-title17-vol4-sec242-105.xml>, acesso em 6.7.2021.*

zadas no período vedado, assim como a subscrição de ações da [Companhia] na oferta, não foram resultado de uma estratégia de sua autoria, mas decorreram de decisões de investimento tomadas por seus clientes, para os quais prestava serviços de intermediação (synthetic prime brokerage) (...).”⁴ Como restará claro no decorrer do Parecer, a razão pela qual defendo que a Instrução CVM nº 530, de 2012, não se aplica ao Banco é justamente porque ele atuou na qualidade de intermediário, prestando estritamente um serviço de intermediação.

Em segundo lugar, é importante notar que, após a emissão do Parecer, o Colegiado teve a oportunidade de se manifestar pela primeira vez em um caso concreto a respeito dos limites da aplicação da Instrução CVM nº 530, de 2012, o que ocorreu no âmbito do PAS CVM nº RJ2017/4719 (Processo SEI nº 19957.009486/2017-27).⁵ Nesse precedente, que lidou com o mesmo contexto abordado no Parecer, acredito que a interpretação jurídica conferida pelo Colegiado à referida norma se aproximou, em muitos pontos, da leitura aqui exposta, muito embora seja importante frisar que a situação fática dos acusados em tal processo não seja equiparável à do Banco.

Assim como o Banco, os acusados em referido processo sancionador não estavam tomando uma posição direcional nos papéis negociados, uma vez que estavam executando uma estratégia de arbitragem comprando um índice e vendendo todos as ações que o compõe. No entanto, os investidores cujas condutas foram analisadas no PAS CVM nº RJ2017/4719 agiam em nome e interesse próprios, como investidores que buscam capturar a diferença de valor entre dois ativos relacionados, e não como mero intermediário, agindo por conta e ordem de clientes, ainda que em nome próprio, como atuava o Banco no contexto dos fatos narrados no Parecer. Assim, muito embora o PAS CVM nº RJ2017/4719 tenha resultado na condenação dos agentes lá

⁴ Em reunião realizada em 12.1.2021, o Colegiado da CVM, por unanimidade, decidiu aceitar nova proposta de termo de compromisso formulada pelo Banco, em que este se comprometeu a pagar à autarquia montante em valor fixo cujo cálculo não guardou correspondência com o valor das operações consideradas irregulares pela Acusação. A ata da reunião do Colegiado e o parecer do CTC estão disponíveis em http://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2021/20210112_R1/20210112_D1014.html. Acesso em 6.7.2021.

⁵ Cf. PAS CVM nº RJ2017/4719 (Processo SEI nº 19957.009486/2017-27), Rel. Dir. Flávia Perlingeiro, j. em 1.6.2021.

acusados, em minha opinião, ele diz muito pouco sobre qual teria sido o resultado da análise pelo Colegiado da CVM dos fatos apreciados no Parecer.

Feitas essas considerações, cabe mencionar que, além desta Introdução, este texto está dividido em 6 partes. A Seção II expõe os fatos relatados pelo Banco, enquanto a Seção III trata do serviço conhecido como *synthetic prime brokerage* e explica que as instituições financeiras que prestam essa atividade atuam como intermediários típicos e não como investidores. A Seção IV trata dos limites da Instrução CVM nº 530, de 2012, evidenciando que ela não se dirige à atuação dos intermediários quando prestando serviços típicos de intermediação, ao passo que a Seção V é dedicada a demonstrar que as operações feitas pelo Banco no mercado brasileiro decorreram da prestação do serviço de *synthetic prime brokerage*. A Seção VI analisa a impossibilidade, em processos administrativos sancionadores, de condenação de acusados sem a análise de sua conduta, independentemente da natureza da norma supostamente violada. Finalmente, a Seção VII é dedicada a responder cada um dos quesitos que foram apresentados pelo Banco, resumindo as conclusões das demais seções.

II. Fatos

Conforme consta no Termo de Acusação elaborado pela SRE, a área técnica iniciou investigação sobre eventuais irregularidades relacionadas à Oferta da Companhia, tendo em vista que, nos dias que a antecederam, a cotação das ações de emissão da Companhia caiu aproximadamente 12%.

A SRE centrou sua análise na eventual ocorrência da conduta vedada por meio da Instrução CVM nº 530, de 2012, qual seja, a realização de vendas a descoberto de ações objeto de oferta pública nos cinco pregões anteriores e na data de fixação de seu preço, seguida da subscrição de ações na distribuição pelo mesmo investidor.

Para tanto, a área técnica cotejou a lista dos investidores que venderam a descoberto ações ordinárias e preferenciais da Companhia no período mencionado pela Instrução CVM nº 530, de 2012, com a lista de subscritores da Oferta da Companhia, e identificou 6 (seis) investidores que figuravam em ambas as listas, dentre eles, o Banco.

O Banco informou à SRE que as operações questionadas decorreram das atividades prestadas por sua mesa de negociação internacional (“Mesa”), que oferece aos seus clientes localizados no exterior, por meio da celebração de derivativos de balcão, a possibilidade de se expor sinteticamente a valores mobiliários específicos, cestas customizadas de valores mobiliários e índices em mercados das Américas do Norte, Central e do Sul.

Adicionalmente, quanto às operações no mercado brasileiro, o Banco esclareceu que sua posição em ações de emissão da Companhia mudou de comprada para vendida no decorrer dos pregões analisados pela Acusação, em razão da variação nas exposições sintéticas em ações da Companhia assumidas por alguns de seus clientes.

O Banco explicou que, enquanto o cliente Gestor A – um gestor de fundos com sede nos Estados Unidos – manteve constantemente, por meio dos fundos que gere, uma posição vendida em ON3 e PN4 da Companhia, o cliente Gestor B – um gestor com sede no Reino Unido – inicialmente mantinha uma posição comprada nesses papéis, por meio de seus fundos, que foi gradativamente sendo diminuída no decorrer dos pregões relevantes para a Acusação.

Como consequência, o saldo líquido resultante da compensação das posições sintéticas do Gestor A, de um lado, e do Gestor B e de outros clientes do Banco, de outro, era, até o dia D, uma posição comprada. Assim, até esse dia o Banco estava igualmente comprado em ações ON3 e PN4 no mercado brasileiro, com a finalidade de neutralizar o risco direcional decorrente de tal saldo líquido.

No entanto, diante da diminuição da exposição sintética comprada tomada pelo Gestor B, aquele saldo líquido se tornou uma posição vendida a partir de D+1. Isso ocorreu porque a exposição sintética vendida mantida pelo Gestor A passou a prevalecer sobre a exposição comprada assumida pelo Gestor B. Por isso, o Banco, com o objetivo de obter a neutralização desse risco direcional, começou a vender a descoberto ações ON3 e PN4 de emissão da Companhia no mercado brasileiro a partir de D+1.

O Banco também esclareceu que a subscrição das ações na Oferta foi realizada para atender a uma solicitação de seu cliente Gestor B, que desejava obter exposição à Companhia por meio das ações que seriam emitidas na distribuição. Assim, considerando o pedido do Gestor B, o Banco subscreveu

ações na Oferta em seu nome, as quais foram integralmente vinculadas a contratos derivativos de balcão (no caso, *total return swaps*) celebrados entre o Banco e o Gestor B no exterior.

Apesar das justificativas apresentadas pelo Banco no sentido de que sua atuação foi feita apenas para cobrir a exposição sintética a ativos brasileiros assumida por seus clientes, a SRE entendeu, no Termo de Acusação, que “[a] Instrução CVM nº 530/12 é clara no sentido de que a realização de vendas a descoberto em período de cinco pregões que antecedem a data de fixação do preço da Oferta é vedada. Ademais, as justificativas apresentadas pel[o] [Banco] não se enquadram nas exceções contidas no parágrafo 4º do artigo 1º da citada Instrução.”

III. O papel das instituições financeiras no *synthetic prime brokerage*

A primeira questão relevante para uma análise fundamentada das operações questionadas pela Acusação é esclarecer as engrenagens que estão por trás do serviço prestado pelo Banco e por outras instituições financeiras globais quando proveem exposições sintéticas a seus clientes. Compreender como essa atividade se desenvolve é importante porque permite concluir que, nesse contexto, o papel desempenhado por tais instituições financeiras em tudo se adere ao de um intermediário e não ao de um investidor, de forma que, em tais casos, as operações realizadas por essas instituições não podem estar sujeitas à Instrução CVM nº 530, de 2012.

i) Synthetic Prime Brokerage

Os fatos tratados no Processo Sancionador atribuíveis ao Banco estão relacionados a um serviço de intermediação geralmente denominado de *synthetic prime brokerage*, que tem se tornado um mecanismo cada vez mais comum de exposição a valores mobiliários e produtos financeiros.⁶

Por meio dessa atividade, os investidores têm a possibilidade de obter exposição econômica sintética a valores mobiliários e outros produtos, prin-

⁶ Cf. KENNY, Frank; MALLABURN, David. *Hedge Funds and Their Prime Brokers: Developments Since the Financial Crisis*. Bank of England Quarterly Bulletin 2017 Q4, p. 7. Disponível em <https://ssrn.com/abstract=3095892>. Acesso em 6.7.2021.

principalmente os negociados em mercados de outras jurisdições, através da celebração de derivativos de balcão, como *total return swaps*.

Esses instrumentos são utilizados porque o investidor não quer ou não pode arcar com os custos financeiros, regulatórios e burocráticos de ingressar com recursos e deter investimentos em outras jurisdições. Em alguns casos, esse instrumento é utilizado porque há vantagens regulatórias legítimas para o investidor na exposição sintética a ativos financeiros de outras jurisdições, se comparada com o investimento direto nesses ativos, tais como a quantidade e profundidade das informações arquivadas perante os reguladores. Além dessas, há inúmeras outras circunstâncias que podem justificar a legítima opção pela exposição sintética.⁷

Uma das consequências desejáveis do *synthetic prime brokerage* é que tal atividade acaba por possibilitar que emissores de determinados países alcancem investidores estrangeiros que não desejam ingressar com recursos em múltiplas jurisdições, sem que para isso tais emissores precisem listar seus valores mobiliários no exterior. Assim, de certa forma, o *synthetic prime brokerage* alavanca mercados regionais, como o brasileiro, ao ser a porta de entrada de muitos recursos que de outra maneira não chegariam até eles. E, quanto mais globalizado for o mundo e os mercados, maior será a atratividade do *synthetic prime brokerage*.

Por conta dessas vantagens e importância, esse serviço é bastante difundido e oferecido por diversas instituições financeiras globais, notadamente para investidores institucionais.⁸ Dentre os maiores utilizadores do *synthetic prime brokerage* estão os *hedge funds*, similares aos fundos geridos pelos clientes do Banco envolvidos na questão ora discutida, os Gestores A e B.

Os *prime brokers*, como são comumente conhecidos os intermediários que prestam o serviço de *synthetic prime brokerage*, no entanto, não desejam e não podem assumir o risco das posições contrapostas a de seus clientes ao oferecer a eles essas exposições sintéticas. Por isso, essas instituições neutralizam

⁷ Cf. GRIFFITH, Cara. *What Is Synthetic Prime Brokerage and How Can Hedge Fund Managers Use It to Obtain Leverage?* Hedge Fund Law Report, 2010. Disponível em <https://www.hflawreport.com/2540016/what-is-synthetic-prime-brokerage-and-how-can-hedge-fund-managers-use-it-to-obtain-leverage-.thtml>. Acesso em 6.7.2021.

⁸ Cf. Financial Times. *Synthetic route has real appeal*. 2012. Disponível em <https://www.ft.com/content/1ba104a4-6dc7-11e1-b98d-00144feab49a>. Acesso em 6.7.2021.

esse “risco direcional” decorrente dos contratos derivativos firmados com seus clientes por meio da assunção de posições no mercado doméstico em que os ativos de referência de tais derivativos são negociados.

Embora cada instituição possua um modelo de negócios distinto, é possível dizer que a operacionalização do SPB envolve as seguintes duas etapas principais: (i) o fechamento do derivativo entre o cliente e o *prime broker*; e (ii) a neutralização, pelo *prime broker*, do risco direcional por ele assumido no derivativo.

Primeira etapa

Por meio de suas mesas de negociação, o *prime broker* fica permanentemente à disposição de seus clientes para ser contraparte em contratos de derivativo de balcão em relação a inúmeros ativos de referência – em especial, ativos estrangeiros –, independentemente da posição que tais clientes desejem assumir nesses derivativos, isto é, se comprada ou vendida.

Assim, se seu cliente desejar assumir sinteticamente uma posição comprada em ações de determinada companhia listada no Brasil, apostando, por exemplo, em sua valorização, o *prime broker* celebra com tal cliente um derivativo de balcão – na maior parte das jurisdições, um contrato de *total return swap* – por meio do qual se compromete a transferir ao cliente a totalidade do resultado financeiro que a titularidade daquele ativo de referência oferecerá durante o período em que o contrato existir. Por consequência, nesse caso, a instituição fica em uma posição vendida em relação ao ativo. O oposto também é possível: o *prime broker* pode assumir uma posição comprada caso seu cliente deseje obter uma exposição vendida no ativo de referência.

Ao celebrar esses contratos derivativos com seus clientes, a instituição incorre em riscos que não necessariamente refletem seu julgamento quanto ao ativo de referência do contrato – ou seja, aquela instituição pode por exemplo entender que a melhor estratégia para um determinado ativo é a sua venda, mas pode vir a assumir uma posição comprada por conta de um contrato firmado com seu cliente, e vice-versa. Esse risco direcional tomado pelo *prime broker* no derivativo não decorre, afinal, de sua livre escolha, mas sim da avaliação que seus clientes fazem desse ativo de referência.

Por isso, um pressuposto para o fornecimento do serviço de *synthetic prime brokerage* é a necessidade de neutralização de qualquer tipo de risco direcional assumido pelo *prime broker* em relação ao ativo de referência. E é aí que se inicia a segunda etapa do serviço de *synthetic prime brokerage*.

Segunda etapa

A segunda etapa da operação é a neutralização dos riscos direcionais assumidos nos contratos derivativos com os clientes. Embora cada instituição tenha seus métodos particulares, há duas maneiras usuais pelas quais essa neutralização pode ser efetuada.

A primeira é pela compensação das posições dos clientes entre si (*netting*). Como diversos clientes operam concomitantemente por meio de suas mesas de negociação, uns desejando ter posição sintética vendida e outros comprada, o *prime broker* acaba por celebrar distintos contratos derivativos referentes aos mesmos ativos, sendo assim possível que aquelas posições sejam contrapostas umas com as outras.

Se essas posições opostas fossem totalmente idênticas, aquele risco direcional já estaria inteiramente neutralizado. Entretanto, em geral, há um natural descasamento entre as posições sintéticas dos clientes, permanecendo assim um saldo líquido direcional, que pode ser comprado ou vendido, a depender do volume da exposição sintética a favor ou contra a valorização do ativo de referência que os clientes do *prime broker* desejaram obter.

Os *prime brokers* precisam então recorrer a uma segunda técnica para neutralizar o risco direcional remanescente: a realização das operações de compra e venda do ativo de referência no mercado doméstico em que tal ativo é negociado.

Dando continuidade ao exemplo anterior, se o saldo líquido pós-*netting* for uma posição sintética comprada em uma ação de companhia aberta listada no Brasil, o *prime broker* adquire, no mercado brasileiro, a quantidade de ações necessárias para cobrir aquela posição sintética comprada que ficou em aberto. Por sua vez, se o saldo líquido for uma posição sintética vendida, o *prime broker* vende essas ações a descoberto no mercado brasileiro na proporção que for preciso para neutralizar os efeitos desse saldo.

Ao longo dos dias e mesmo durante um mesmo pregão, um ou mais clientes do *prime broker* podem solicitar aumento ou diminuição de suas exposições sintéticas ao ativo de referência, alterando, com isso, o saldo líquido resultante do *netting* dessas exposições. Por isso, a instituição financeira realiza um constante exercício de rebalanceamento de sua posição no mercado em que tal ativo é negociado. Ou seja, a posição do *prime broker* no ativo de referência – se comprada ou vendida – não é imutável, variando na proporção e direção necessárias para neutralizar o risco direcional assumido nos contratos derivativos firmados com seus clientes.

Nas duas situações – isto é, se o *prime broker* ficar liquidamente comprado ou liquidamente vendido no ativo de referência –, a totalidade do fluxo decorrente da valorização ou desvalorização das ações no mercado doméstico é utilizada para remunerar o cliente que celebrou o contrato derivativo com o *prime broker*.⁹ Isso acontece porque, no *synthetic prime brokerage*, os clientes buscam (e, de fato, obtêm) uma exposição econômica atrelada à propriedade do ativo de referência (valorização ou desvalorização), sem, contudo, deter efetivamente essa propriedade.

Por esses serviços, as instituições que oferecem o *synthetic prime brokerage* são recompensadas por uma taxa de juros fixada com base no valor do contrato derivativo, uma vez que os intermediários arcam com os custos de aquisição, além de outras eventuais taxas de execução da operação, como comissão de corretagem sobre o valor nominal do *swap* celebrado e custos de execução da operação. Todos esses valores podem ou não ser cobrados dos clientes pelos intermediários a depender dos arranjos comerciais com esses clientes.

Embora essas taxas e remunerações se relacionem ao valor da exposição desejada pelo cliente e, conseqüentemente, ao valor do ativo de referência

⁹ Como explica Egemen Eren: “[a] relatively new and emerging way to create the desired exposures for a hedge fund is through synthetic prime brokerage. It is called “synthetic” since it aims to create the same exposure for a hedge fund without having to own the underlying instruments directly. The most common use of synthetic prime brokerage is through “delta one” instruments which strives the replicate the return of an underlying one-to-one, such as total return swaps.” (Cf. *Matching Prime Brokers and Hedge Funds*. Stanford Institute for Economic Policy Research, Discussion Paper No. 16-014, 2015. Disponível em <https://siepr.stanford.edu/research/publications/matching-prime-brokers-and-hedge-funds>. Acesso em 6.7.2021).

– porque os custos de *synthetic prime brokerage* estão relacionados ao valor de aquisição ou venda a descoberto desse ativo (corretagem, custo de aquisição ou aluguel do ativo de referência) –, o *prime broker* não se beneficia ou prejudica com a variação do preço do ativo. Em outras palavras, o *prime broker* é remunerado pelo serviço de *synthetic prime brokerage* por meio de comissões e taxas financeiras e não recebe qualquer remuneração com base na flutuação do preço do ativo de referência.

Desta forma, o *prime broker* não tem vantagens ou prejuízos decorrentes dessas operações que visam neutralizar as posições direcionais que resultam da atividade de *synthetic prime brokerage*. Em qualquer cenário, a instituição que atua como *prime broker* recebe uma remuneração que não se relaciona à variação do preço do ativo de referência.

ii) O *prime broker* como agente de seus clientes

Os intermediários tradicionalmente prestam duas categorias de serviços de intermediação a seus clientes relacionados à negociação de valores mobiliários.¹⁰ Em primeiro lugar, eles podem ser “a porta” por meio da qual investidores têm acesso a certos mercados e, nesses casos, as operações são realizadas em nome do próprio investidor, mas por meio da infraestrutura do intermediário.

Em segundo lugar, os intermediários também podem atuar como agentes de seus clientes, oferecendo uma série de serviços em que os negócios são fechados em nome do próprio intermediário, embora tenham origem em ordens de clientes ou sejam realizados em benefício exclusivo deles.¹¹ Nessas operações, os intermediários figuram como contraparte da operação, mas não são os investidores finais dos negócios fechados. Estão dentro dessa categoria, por exemplo, os serviços de *client facilitation*.¹²

¹⁰ Intermediários prestam outros serviços não relacionados à negociação de valores mobiliários como, por exemplo, custódia e escrituração.

¹¹ Cf. CVM. *Sistema de Intermediação de Valores Mobiliários*, 1979, p. 57.

¹² *Client facilitation* são serviços que buscam prover aos clientes liquidez para ativos ilíquidos ou para grandes lotes de valores mobiliários. A CVM explica uma das modalidades de *client facilitation* da seguinte maneira: “[a] operação de *client facilitation* ocorre da seguinte forma: (i) determinado investidor detém um lote de valores mobiliários relativamente grande do qual necessita se desfazer

As operações realizadas por ordem ou em benefício de clientes são segregadas e não se confundem com a eventual atuação do intermediário como investidor. As operações que o intermediário faz com recursos próprios e em seu próprio risco e benefício são comumente conhecidas como “operações proprietárias”.

Obviamente, quando o intermediário atua em operações proprietárias, ele é um investidor como outro qualquer e está sujeito a todas as regras destinadas aos investidores. Isso significa que eventuais irregularidades relacionadas aos negócios celebrados pelo intermediário são, nesses casos, de sua inteira responsabilidade. Assim, o intermediário que manipule o mercado ou obtenha ganhos indevidos decorrentes do uso de informações privilegiadas com suas operações proprietárias deverá pessoalmente responder por esses ilícitos. Afinal, foi ele – o intermediário – quem tomou a decisão de investimento que culminou na violação ao arcabouço jurídico.

No entanto, nas hipóteses em que o intermediário atua prestando serviços típicos de intermediação, seja como mecanismo de acesso, seja como agente dos seus clientes, são esses clientes os responsáveis pelas decisões de investimento e, conseqüentemente, também por eventuais irregularidades dos negócios fechados por meio ou em nome do intermediário. Nessas operações, ressalvados obviamente os casos de coautoria ou cumplicidade, o intermediário é considerado somente um veículo utilizado pelo cliente e, por isso, não é corresponsável pela infração cometida.

Seja como mecanismo de acesso ou na qualidade de agente, o intermediário tem obrigações inerentes ao seu papel de executor de ordens e deveres fiduciários em relação aos seus clientes, mas não é o responsável pelas operações em si. Ele responderá exclusivamente pelo descumprimento desses deveres laterais que a regulamentação eventualmente lhe imponha, mui-

rapidamente, mas para o qual não há liquidez suficiente; (ii) o investidor busca uma instituição do sistema de distribuição de valores mobiliários, a qual propõe um determinado preço pelo lote de valores mobiliários, com o preço ajustado tendo em vista o tamanho do lote e a liquidez do valor mobiliário específico; (iii) a instituição do sistema de distribuição de valores mobiliários adquire o lote de valores mobiliários e, com base na sua avaliação e por sua conta e risco, se desfaz dos valores mobiliários adquiridos do cliente em uma ou em várias etapas.” Cf. Edital de Audiência Pública nº 07/2012, p.5. Disponível http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2012/sdm0712-edital.pdf. Acesso em 6.7.2021.

tos deles decorrentes de seu papel de “*gatekeeper*” do mercado, como, por exemplo, a obrigação de monitorar as operações de seus clientes para a identificação de indícios de lavagem de dinheiro e financiamento a terrorismo.¹³

A posição jurídica do intermediário nessas situações é facilmente observável, por exemplo, nos inúmeros precedentes apreciados pela CVM em relação aos ilícitos de manipulação de mercado e *insider trading*. Isto é, são acusadas as pessoas responsáveis pela tomada das decisões de investimento juridicamente viciadas, e não (isolada ou conjuntamente) os intermediários que executaram as ordens de tais pessoas ou que tão só providenciaram seu acesso direto aos sistemas de negociação.¹⁴⁻¹⁵

Esclarecido esse ponto, cumpre voltar ao *synthetic prime brokerage* para salientar que, como visto na seção anterior, os *prime brokers* funcionam como uma mera ligação entre o ativo de referência, de um lado, e o cliente, de outro. Em nenhum momento a instituição que desempenha essa atividade age de forma autônoma ou em benefício próprio, embora as operações sejam efetuadas em seu nome. Ao contrário, em ambas as etapas geralmente percorridas para prover a exposição sintética aos ativos de referência a seus

¹³ Sobre essas obrigações laterais impostas aos intermediários que atuam como agentes, vide, por exemplo, o voto condutor proferido pelo Diretor Otávio Yazbek no Processo CVM nº RJ2010/15204, Dir. Rel. Eli Loria, j. em 10.5.2011: “6. A solução ideal, a meu ver, envolve o reconhecimento, na posição do intermediário referido na Instrução CVM nº 476/09, de duas diferentes situações, interligadas entre si. Na primeira daquelas situações está a dimensão propriamente operacional da intermediação – o intermediário é aquele que, por dispor dos meios necessários de acesso aos sistemas de negociação ou de alguma expertise negocial, “fecha” as operações em nome de seus clientes. Na segunda situação, que apenas pode existir por causa da primeira, o intermediário, justamente por haver operado para seus clientes, é alçado a uma posição de fiscal de determinados atos, devendo sobre eles manter controle. A primeira posição corresponde ao cerne da atividade de intermediação, enquanto a segunda corresponde a acréscimos a ela trazidos em razão de opções legais ou regulamentares.”

¹⁴ Um caso interessante que ilustra essa diferenciação é o PAS CVM nº RJ2013/2714, Rel. Dir. Luciana Dias, j. em 7.10.2014. Nesse precedente, verificou-se que um investidor, ao solicitar que o operador de sua corretora comprasse ações de determinada companhia, comunicou a ele que detinha informações privilegiadas relacionada àquela sociedade. Embora o investidor tenha sido condenado pela CVM por uso indevido de informações privilegiadas, a corretora não foi sequer acusada.

¹⁵ Nessa situação o intermediário poderá ser responsabilizado por eventual irregularidade que lhe seja diretamente imputável, como, por exemplo, por falhas reiteradas ou ineficiências sistemáticas em suas regras, procedimentos e controles internos.

clientes, o *prime broker* atua de forma vinculada para atendimento das ordens de seus clientes e em benefício deles.

O fato de as operações no mercado doméstico do ativo de referência serem feitas em nome do *prime broker* em nada altera essas considerações. Isso porque tais operações são realizadas por essas instituições com o único objetivo de administrar os riscos direcionais que remanescem dos derivativos celebrados com seus clientes. Portanto, para todos os efeitos, no contexto do *synthetic prime brokerage*, as instituições financeiras funcionam estritamente como intermediários e agentes de seus clientes, na medida em que atuam por ordem e em benefício deles.

A CVM tem reiteradamente reconhecido, em sua regulamentação e jurisprudência, os limites e as peculiaridades desse papel de agente que intermediários nacionais e estrangeiros exercem com tanta e cada vez maior frequência no mercado de capitais, inclusive no desempenho de atividades bastante similares ao SPB.

Sob o ponto de vista normativo, talvez a discussão mais emblemática sobre esse tema tenha se dado em torno do art. 48 da Instrução CVM nº 400, de 2003. Referido comando, entre outras limitações, impede que instituições intermediárias que atuem como coordenadores de uma oferta pública negociem valores mobiliários do mesmo emissor e espécie daquele objeto da oferta pública ou papéis relacionados ou conversíveis aos títulos ofertados. Isso porque intermediários que atuam como coordenadores de ofertas públicas detêm informações privilegiadas sobre o emissor e também têm interesse no preço do ativo distribuído.¹⁶

No entanto, essa vedação à negociação com os papéis objeto da oferta ou a eles relacionados não se aplica quando o intermediário que coordena a oferta atua, por exemplo, “*por conta e ordem de terceiros*”; ou em “*operações destinadas a proteger posições assumidas em derivativos contratados com terceiros*”, “*aquisição de valores mobiliários solicitada por clientes com o fim de prover liqui-*

¹⁶ A remuneração dos coordenadores é, em geral, estipulada como uma comissão do valor captado na oferta e este valor varia conforme o preço do valor mobiliários distribuído aumenta ou diminui; assim, via de regra, quanto maior o preço, maior a remuneração do intermediário.

*dez, bem como a alienação dos valores mobiliários assim adquiridos”, entre outras situações.*¹⁷

Assim, a regra autoriza que esses intermediários que atuam como coordenadores realizem operações que estariam vedadas para suas carteiras próprias quando atuam por determinação e no interesse de seus clientes ou como consequência dos contratos firmados por solicitação desses clientes.

Embora algumas dessas possibilidades já existissem desde a edição da Instrução CVM nº 400, de 2003,¹⁸ a CVM mais de uma vez revisitou o comando para ampliar as situações em que o intermediário está autorizado a operar em nome próprio, mas em benefício de seus clientes ou de acordo com obrigações contratuais assumidas com eles.¹⁹

No edital da Audiência Pública SDM nº 07/2012, que deu origem à Instrução CVM nº 533, de 2013, a redação das exceções à abstenção de negociar foi revisitada e a ampliação da hipótese então vigente relacionada à proteção de posições assumidas em *total return swaps* foi justificada da seguinte forma:

“A atual alínea “e” do inciso II do art. 48 permite que a instituição financeira proteja-se apenas de posições assumidas em total return swaps, que são uma espécie do gênero derivativo. Em tais operações, a instituição assume uma exposição o perante um terceiro, com a obrigação, por exemplo, de transferir para esse terceiro a valorização e os resultados de uma determinada posição em algum ativo. O *hedge* dessa exposição será feito a partir da assunção de posições naquele ativo. **A alteração ora proposta justifica-se pela necessidade de as instituições financeiras administrarem o risco de posições assumidas em outros derivativos, e não apenas em total return swaps. Isso porque essas operações**

¹⁷ Todas hipóteses previstas no art. 48, inciso II, da Instrução CVM nº 400, de 2003.

¹⁸ A redação original do art. 48, inciso II, da Instrução CVM nº 400, de 2003, estabelecia o seguinte: “II – abster-se de negociar, até a publicação do Anúncio de Encerramento de Distribuição, com valores mobiliários de emissão do ofertante ou da emissora, salvo nas hipóteses de: a) execução de plano de estabilização devidamente aprovado pela CVM; b) alienação total ou parcial de lote de valores mobiliários objeto de garantia firme; c) negociação por conta e ordem de terceiros; ou d) operações claramente destinadas a acompanhar índice de ações, certificado ou recibo de valores mobiliários”.

¹⁹ Isso foi feito tanto por meio de alterações regulatórias quanto por meio de decisões tomadas pelo Colegiado em determinados precedentes, como no Processo CVM nº RJ2010/13415, apreciado em 9.9.2010, que posteriormente serviu de base para a Audiência Pública SDM nº 07/2012.

não apenas não são designadas pelas mesmas denominações em todas as instituições, como também não esgotam o rol de possibilidades de atuação. O hedge de posições assumidas em derivativos não representa significativo risco ao regular funcionamento do mercado de capitais, porque não permite manipulação de preços ou uso de informação privilegiada. Trata-se apenas de uma operação que busca excluir qualquer risco da instituição financeira em relação à variação de preço do ativo referenciado no contrato de derivativo do qual é parte.”²⁰ (negritos nossos)

As exceções trazidas pelo art. 48, inciso II, da Instrução CVM nº 400, de 2003, demonstram que a CVM foi e é sensível ao fato de que o intermediário, mesmo que detentor de informações privilegiadas ou em uma posição cujos interesses impediriam qualquer investidor de negociar valores mobiliários, tem que estar livre para realizar operações quando elas forem solicitadas ou estiverem sendo feitas no interesse de um cliente, ainda que essas operações ocorram em nome do próprio intermediário, como é o caso da neutralização de riscos dos derivativos celebrados com seus clientes – hipótese que, como visto, é expressamente reconhecida pela alínea “e” de referido comando legal. Mais do que isso, essas exceções revelam ainda que, para a CVM, o fato de determinada operação ser realizada em nome dos intermediários não desnatura a tipicidade das atividades de intermediação que eles desempenham.

Neste ponto, é importante mencionar o fato de que a Associação Brasileira das Entidades do Mercado Financeiro e de Capitais (“ANBIMA”), nas discussões relativas à Audiência Pública SDM nº 4/2012 (“AP 4/12”), que precedeu a edição da Instrução CVM nº 530, de 2012, solicitou que a CVM incluísse “negociações por conta e ordem de terceiros” entre as exceções à conduta vedada por tal instrução.

No entanto, como se verá melhor na próxima seção, a Superintendência de Desenvolvimento de Mercado (“SDM”) entendeu que tal inserção seria desnecessária porque a Instrução CVM nº 530, de 2012, não impõe nenhuma responsabilidade ao intermediário e sim ao investidor, de modo que o inter-

²⁰ Cf. Edital da Audiência Pública SDM nº 7/2012, p. 4. Disponível em http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2012/sdm0712.html. Acesso em 22.1.2021.

mediário, se prestando um serviço de intermediação, não está sujeito às restrições da norma então editada.

Os precedentes da CVM também reconhecem que as instituições financeiras exercem exclusivamente o papel de intermediários ao proverem exposição sintética a ativos financeiros via derivativos aos seus clientes, bem como – o que é especialmente relevante para fins deste Parecer – que os negócios com os ativos de referência efetuados pelos intermediários visando à neutralização do risco direcional assumido são mera decorrência dessa atividade, não se confundindo com operações proprietárias.

Essa discussão foi realizada no âmbito do Processo CVM nº 19957.005109/2018-08 (“Caso Itaú”), apreciado pelo Colegiado em 19.11.2019.²¹ Na oportunidade, o Itaú Unibanco Holding S.A. e outras sociedades de seu conglomerado (“Grupo Itaú”) explicaram à CVM que atuam como *prime broker* no mercado local ao prestarem “*serviços financeiros relacionados a contratos derivativos, em que assumem posição ‘comprada’ ou ‘vendida’ no ativo-referência do contrato e buscam, concomitantemente, realizar o hedge dessa posição com o intuito de neutralizar sua exposição ao risco*”.

O Grupo Itaú argumentou que seus clientes podem solicitar obter exposições sintéticas às ações do próprio Grupo Itaú e, tendo em vista as diversas restrições normativas que se colocam para que companhias abertas negociem com ações de sua própria emissão ou de sociedades integrantes de seu grupo econômico, a capacidade de neutralizar o risco direcional assumido por conta dos derivativos celebrados com seus clientes seria profundamente prejudicada. Por isso, o Grupo Itaú solicitou à CVM que o dispensasse de observar certos dispositivos restritivos nesse contexto específico.²²

A autarquia admitiu que as instituições financeiras podem realizar a atividade de intermediação com derivativos referenciados em ações de sua emissão ou de companhias de seu grupo econômico e, portanto, podem comprar e vender esses papéis para fins de neutralizar as posições assumidas até

²¹ Processo CVM nº 19957.005109/2018-08, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 19.11.2019.

²² Os seguintes dispositivos foram apontados pelo Grupo Itaú como potencialmente limitadores de sua atuação em relação às ações de sociedades integrantes de seu conglomerado: (i) art. 3º da Instrução CVM nº 567, de 2015; (ii) art. 13, caput e §§ 3º e 4º, da Instrução CVM nº 358, de 2002; e (iii) item 19.2 do Anexo 24 da Instrução CVM nº 480/2009.

mesmo nos períodos em que tais operações atrairiam para si uma presunção de ilicitude como, por exemplo, aquela prevista no art. 13 da Instrução CVM nº 358, de 2002, o qual embute diversas presunções relacionadas ao uso indevido de informações privilegiadas.²³

Ao analisar o pedido do Grupo Itaú, o Relator do processo, cujo voto foi seguido por unanimidade pelos demais membros do Colegiado, teceu os seguintes comentários iniciais que são relevantes para o tema objeto deste texto:

“3. De plano, parece-me importante salientar que, embora envolvam ações de própria emissão, **as operações tratadas na consulta se diferenciam de modo importante das típicas operações de tesouraria, por pelo menos dois motivos: elas decorrem de demandas externas (a solicitação de um cliente ou de uma contraparte) e, o que é ainda mais importante, nunca fazem com que a companhia assuma uma posição direcional (i.e. “comprada” ou “vendida”) em ações de sua própria emissão.**

4. Ou seja, **a atuação da tesouraria do Itaú Unibanco ao negociar Ações Itaú no contexto da prestação dos serviços de intermediação – seja no atendimento das demandas, seja na montagem das operações de hedge que neutralizam a exposição direcional porventura assumida – tem caráter destacadamente passivo. Toda operação é reação a uma demanda de terceiro ou à exposição assumida na satisfação dessa demanda (com o objetivo de evitar a assunção de exposição direcional no papel).**

5. Já em uma típica operação com ações de própria emissão, a companhia busca justamente assumir posição direcional no papel, seja para alterar ou manter a sua estrutura de capital, transmitir um sinal de que sua administração acredita que as ações se encontram subavaliadas, ou qualquer outro daqueles objetivos que usualmente justificam as operações de recompra.” (negritos nossos)

²³ O Relator do Caso Itaú afirmou o seguinte: “13. *Em outras palavras, operações que não resultam na assunção de uma posição direcional no ativo não são idôneas a permitir a obtenção de vantagem indevida relacionada à eventual posse de informação privilegiada. O caráter passivo da atuação da tesouraria indica, ainda, que não há liame causal entre a posse de tal informação e a decisão de negociar, o que também impede que se diga que, em tais operações, o agente utiliza a informação privilegiada que porventura conheça.* 14. *Ora, se se as operações, em teoria, são lícitas, não há razão para impedir a sua realização. (...).*”

Há três conclusões da CVM nesse trecho que merecem ser destacadas. A primeira é que, como admitido pela autarquia, a instituição financeira atua como intermediário – e não como investidor – ao prover exposição sintética aos ativos de referência e ao neutralizar o risco direcional assumido nesse contexto. A segunda é que, ainda que as operações de neutralização do risco direcional sejam realizadas pela tesouraria do intermediário e em seu nome, essas operações não são proprietárias. E a última conclusão é que o intermediário não decide ou influencia os riscos assumidos (o tamanho, o momento ou lado da operação) ao prestar o serviço de intermediário, já que sua atuação tem natureza passiva.

Em outras palavras, o precedente reconhece de forma bastante explícita tudo aquilo que se afirmou sobre o papel desempenhado por intermediários ao fornecerem aos seus clientes exposição sintética a ativos via contratos derivativos.

IV. Os limites da Instrução CVM nº 530/12

O segundo tema relevante para enfrentar os quesitos propostos pelo Banco diz respeito à abrangência da Instrução CVM nº 530, de 2012, especialmente no que se refere aos destinatários dessa norma. E para compreender a abrangência da Instrução CVM nº 530, de 2012, foi necessário recorrer a duas fontes. Primeiro, as manifestações feitas durante a Audiência Pública no. 4/12, que precedeu a edição daquela regra.²⁴ E, também, aos documentos que embasaram a edição da *Rule 105* pela *Securities and Exchange Commission*, integrante da denominada *Regulation M*, conjunto de regras anti-manipulativas

²⁴ Embora a SDM declare em todos os relatórios de audiências públicas que os comentários constantes ao longo do relatório não necessariamente expressavam as visões da CVM acerca dos assuntos nele versados, as manifestações contidas em tal documento, bem como no edital da Audiência Pública 4/12, são indicativos relevantes sobre como a autarquia, ou ao menos um componente muito relevante dela, enxerga tais questões, bem como dos debates havidos à época da elaboração da norma. Os documentos referentes à AP 4/12 estão disponíveis em http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2012/sdm0412.html. Acesso em 6.7.2021.

aplicáveis no contexto de ofertas públicas, uma vez que a Instrução CVM nº 530, de 2012, é confessadamente inspirada naquela regra.²⁵

i) Os objetivos da norma

Em 2012, a CVM foi provocada por participantes do mercado sobre a necessidade de criação, no Brasil, de regras visando à proteção da formação de preço de ofertas públicas subsequentes, nos mesmos moldes da *Rule 105* norte-americana, para que esse processo não fosse afetado por pressões negativas potencialmente artificiais.²⁶

O racional econômico por trás dessa solicitação era razoavelmente simples. Em geral, o preço de uma oferta pública subsequente, seja ela primária ou secundária, é fixado em um valor inferior ao do fechamento do dia anterior à data da precificação da oferta, tendo em vista que, do contrário, os investidores possivelmente prefeririam adquirir as ações objeto da distribuição via mercado.

Ocorre que, em razão do baixo risco de as ações serem precificadas na oferta por um valor superior ao de mercado, há um incentivo para que os investidores busquem capturar o desconto entre o preço de mercado e o preço da oferta por meio: (i) da venda a descoberto de ações da emissora previamente à oferta; e (ii) posterior cobertura dessa posição com ações subscritas por meio da distribuição.

Se essa operação é relativamente segura e vantajosa para os investidores, ela, por outro lado, acaba por gerar uma pressão negativa na cotação das ações negociadas no mercado secundário e, conseqüentemente, diminui o montante arrecado pelo ofertante com a distribuição. Com isso, cria-se um desincentivo para o lançamento de ofertas subsequentes, o que restringe

²⁵ Na verdade, a *Rule 105* não apenas serviu de inspiração para a minuta da Instrução CVM nº 530, de 2012, como também foi um dos motivos que levaram à sua proposição. Cf. Edital da AP 4/12, pp. 1 e 4.

²⁶ As preocupações externadas por participantes de mercado à CVM foram em certa medida confirmadas por estudo empírico conduzido pela autarquia. Cf. CVM, *Existência de short-selling anormal no curso das ofertas de companhias com ações negociadas e o seu impacto no preço da oferta*, 2012. Disponível em http://www.cvm.gov.br/menu/acesso_informacao/serieshistoricas/estudos/sobre.html. Acesso em 6.7.2021.

um relevante caminho tanto para a obtenção de financiamento por parte das companhias quanto para que os atuais acionistas dessas companhias alienem suas posições relevantes por meio de ofertas públicas.

Nesses casos, a força depressiva sobre as ações não decorre de uma visão sobre a potencial sobrevalorização de seu preço de mercado – o que em geral motiva as vendas a descoberto, ajudando na correção no preço das ações –, mas sim de uma oportunidade de obtenção de um benefício econômico quase certo e com pouco risco. E, como esse benefício será tão maior quanto mais cair o papel, é grande o incentivo para que haja uma atuação agressiva por parte dos investidores.

Por esse motivo, prevalece o entendimento mais ou menos pacífico de que a venda a descoberto com a posterior subscrição das ações por meio da oferta pública para cobrir as posições em aberto é uma operação que embute, em si mesma, um potencial manipulativo, porque, quando praticada por um número suficiente de investidores, é capaz de levar à queda artificial dos preços das ações.

Vale ressaltar, contudo, que nesse cenário específico os termos “manipulação” ou “manipulativo” são utilizados de forma bastante ampla, e não se confundem com os ilícitos disciplinados por meio da Instrução CVM nº 8, de 1979. Isso porque, em princípio, não há necessidade de o investidor utilizar meios fraudulentos para obter o resultado desejado, sejam eles “processos”, “artifícios” ou “ardis”, termos mencionados nas modalidades de manipulação de mercado tratadas pela referida norma. Basta operar a descoberto e subscrever ações na distribuição, atos que são absolutamente ordinários e legítimos.

Essa circunstância talvez seja um dos motivos mais importantes para a edição de regras específicas referentes às vendas a descoberto concretizadas previamente a ofertas públicas, tendo em vista que seria muito difícil, para os reguladores em geral, conseguir enquadrar essas condutas em suas provisões mais amplas sobre manipulação de mercado ou outras operações fraudulentas. Tendo em vista essa circunstância, os reguladores buscam via regulatória diversa para coibir tal prática, distinta das regras gerais de manipulação.

Dessa forma, a Instrução CVM nº 530, de 2012, e a *Rule 105* visam a resguardar o processo de formação dos preços nas ofertas subsequentes sem se

confundir com as regras gerais de manipulação de mercado no Brasil ou nos Estados Unidos.²⁷

Nesse sentido, a CVM iniciou a AP 4/12 para discutir minuta de Instrução que visava vedar, nos termos do *caput* de seu art. 1º, “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”, texto que foi mantido na versão final da Instrução CVM nº 530, de 2012.

Tal comando é inspirado e muito se assemelha à *Rule 105* da SEC. Embora a tentativa de diminuir a pressão negativa sobre o preço de valores mobiliários nos dias que antecedem uma oferta subsequente já existisse desde 1988 nos Estados Unidos,²⁸ foi em 2007, com o objetivo de traçar uma linha mais clara para investidores sobre o alcance da norma, bem como evitar a proliferação dos mecanismos que buscavam burlar a prática por ela vedada, que a *Rule 105* ganhou os contornos hoje vigentes.²⁹ Desde então, a regra considera irregular a aquisição de ações na distribuição pública por investidores que venderam a descoberto no período restrito.³⁰

²⁷ A *Regulation M* da SEC é bastante clara nesse sentido, uma vez que o seu primeiro comando traz justamente uma “nota preliminar” esclarecendo que, estando ou não sujeitas àquela regulação (o que inclui a *Rule 105*), qualquer operação ou conjunto de operações continua a ter de observar as normas gerais anti-manipulação e anti-fraude previstas na legislação americana. Cf. *Code of Federal Regulations*, Título 17, Capítulo II, Parte 242, Subgrupo Regulation M (100).

²⁸ Por meio da *Rule 10b-21*, editada em 1988 com base na *Securities Exchange Act* de 1934, a SEC proibiu que ações subscritas por meio da oferta pública fossem utilizadas pelos investidores para cobrir operações a descoberto feitas previamente à distribuição. Com a introdução da *Regulation M* em 1996, essa proibição foi mantida praticamente nos mesmos termos pela *Rule 105*.

²⁹ Nas palavras da SEC: “[c]urrently, *Rule 105* makes it unlawful for a person to cover a restricted period short sale with offered securities. Eliminating the covering component is designed to end the progression of schemes and structures engineered to camouflage prohibited covering. Otherwise, we would have to continue to address each variation on a case-by-case basis, which could increase uncertainty in the marketplace.” Cf. *SEC Release No. 34-54888*, de 6.12.2006, p. 13. Disponível em <http://www.sec.gov/rules/proposed/2006/34-54888.pdf>. Acesso em 6.7.2021.

³⁰ A *Rule 105* têm sido objeto de *enforcement* constante pela SEC nos últimos anos, ao ponto de, em 2013, o seu *Office of Compliance Inspections and Examinations* ter divulgado um Alerta de Risco com orientações para o seu cumprimento. Disponível em <https://www.sec.gov/about/offices/ocie/risk-alert-091713-rule105-regm.pdf>. Acesso em 6.7.2021.

ii) Destinatários da vedação

Segundo os esclarecimentos feitos pela SDM durante a AP 4/12, a Instrução CVM nº 530, de 2012, não se dirige às instituições intermediárias ou a quaisquer outras entidades do sistema de distribuição, sendo destinada unicamente aos próprios investidores, ou seja, à pessoa que toma a decisão de investimento de, primeiro, efetuar a venda a descoberto de determinada ação dentro do período restrito e, depois, de subscrever ações de mesma espécie e classe na oferta pública.

Essa distinção foi reforçada pela SDM em ao menos três oportunidades durante as discussões mantidas na AP 4/12. A primeira se deu quando a SDM teve de endereçar comentários feitos por participantes do mercado, entre eles a BM&FBOVESPA (atual B3), sobre as dificuldades operacionais para a efetivação do disposto na minuta.

A B3 sugeriu que *“fosse definida qual entidade do sistema de distribuição de valores mobiliários será responsável pela criação dos procedimentos de controle que vedará a aquisição de ações, no âmbito das ofertas públicas, questionando se esta responsabilidade será atribuída às entidades administradoras dos mercados organizados de valores mobiliários, aos intermediários ou aos coordenadores das ofertas públicas.”*

Em resposta, a SDM esclareceu que tal definição era desnecessária porque a norma não estabelecia qualquer tipo de obrigação para as entidades integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários.³¹ Assim, são os investidores que, ao decidirem realizar determinada operação no mer-

³¹ Nas palavras da SDM: “[n]esse primeiro momento, a CVM não determinou que seja feito nenhum tipo de bloqueio prévio que requeira a verificação das posições dos investidores, sendo a análise acerca dessas posições realizada a posteriori.

Dessa forma, não há determinação, contemplada na norma, para a implementação de um sistema ou de uma rotina que seja capaz de identificar os investidores que estejam violando a regra e vede a negociação. O comando é dirigido ao investidor e não às instituições intermediárias ou à entidade administradora de mercado organizado. A CVM adotará as medidas necessárias para acompanhar o cumprimento da norma.

Os investidores que efetivarem a conduta vedada pela norma estarão passíveis de serem identificados no âmbito da supervisão e fiscalização da CVM e responderão pelos seus atos, inclusive, em sede de processo administrativo sancionador.

Assim, não foi necessária a inserção de qualquer dispositivo relacionado à operacionalização das ordens e a CVM acredita que a preocupação dos participantes está afastada.” Cf. Relatório da AP 4/12, pp. 3-4.

cado de capitais, devem previamente averiguar se incorrerão ou não na vedação estabelecida pela referida Instrução. De fato, a regra não atribui aos intermediários, enquanto prestando serviços típicos de intermediação, a obrigação de realizar controle algum nesse sentido em relação aos seus clientes, seja ele prévio ou posterior às operações. O mesmo é verdade em relação às infraestruturas de mercado, não cabe assim à bolsa ou à depositária controlar tais operações.

Corroborando esse entendimento sobre a abrangência da Instrução CVM nº 530, de 2012, cabe destacar que a SEC, no mesmo sentido, afirmou que a obrigação pelo cumprimento à regra estabelecida pela *Rule 105* é do investidor que realiza a venda a descoberto e posteriormente subscreve ações na oferta pública, de modo que os intermediários somente respondem por eventual infração caso tenham algum tipo de responsabilidade própria em relação aos fatos.³²

As outras duas vezes em que a SDM teve de lidar com a questão dos destinatários da Instrução CVM nº 530, de 2012 decorreram de solicitações feitas pela ANBIMA, que sugeriu excepcionar a aplicabilidade em outras duas hipóteses não previstas na minuta: (i) nas negociações por conta e ordem de terceiros; e (ii) nas operações destinadas a acompanhar índices.

Nos dois casos, a ANBIMA buscou traçar um paralelo com exceções contidas no citado art. 48, II, da Instrução CVM nº 400, de 2003. E, em ambos, a SDM rechaçou as sugestões e a analogia sugerida pela Associação em virtude do fato de a Instrução CVM nº 400, de 2003, ser dirigida aos intermediários, ao passo que a minuta proposta, que veio a se tornar a Instrução CVM nº 530, de 2012, ter como objeto a conduta de investidores.

Como exemplo, vale citar a defesa feita pela ANBIMA de que “*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*

³² De acordo com o comunicado da SEC em que se propôs a reforma da *Rule 105*, em 2006: “[a]s with current Rule 105, responsibility for compliance with the proposal would rest with the person that effects a short sale during the restricted period and purchases, including enters into a contract of sale for, the security in the offering allocation. However, as with any securities law, rule or regulation, broker-dealers may be charged, depending on the facts and circumstances, for aiding and abetting or causing securities law violations by their customers”. Cf. SEC Release No. 34-54888, de 6.12.2006, p. 14. Disponível em <http://www.sec.gov/rules/proposed/2006/34-54888.pdf>. Acesso em 6.7.2021.

ações para a sua própria carteira proprietária”.³³ O fundamento do pedido da Associação era que, nesse caso, a venda a descoberto não guardaria qualquer relação com a posterior aquisição proprietária e, portanto, a combinação desses atos não ofenderia o bem jurídico protegido pela norma.

Em sua resposta, a SDM manifestou o entendimento de que a inserção pleiteada não seria necessária porque o intermediário, quando prestando serviços de intermediação, não estaria sujeito às restrições da futura Instrução CVM nº 530, de 2012. Nas palavras da SDM: “[n]ão há, de fato, um paralelo com o art. 48 da Instrução CVM nº 400, de 2003, uma vez que o comando é dirigido ao investidor e não às instituições intermediárias, como naquela norma. Dessa forma, a responsabilidade é do comitente da venda a descoberto. A aquisição na oferta pela carteira proprietária de uma instituição intermediária que tenha realizado vendas a descoberto por conta e ordem de terceiros no período restrito não se enquadra na hipótese de infração prevista nesta norma e não é passível de imputação de penalidade.”³⁴

Em outras palavras, não existem exceções expressas nessa norma assegurando ao intermediário a possibilidade de continuar a exercer as atividades típicas de intermediação (seja como meio de acesso, seja como agente) porque em tal cenário a norma sequer se aplica a ele.

iii) Pressuposto para configurar violação à norma

Também é possível extrair da Instrução CVM nº 530, de 2012, e dos documentos relacionados à AP 4/12, que o objetivo dessa regra é proibir, diante do potencial manipulativo da combinação destes atos, que um mesmo centro decisório determine ou influencie a realização, dentro do período restrito, de vendas a descoberto de ações oferecidas na distribuição e a subsequente subscrição dessas ações na oferta pública.

Assim, um pressuposto fundamental para a caracterização de infração à Instrução CVM nº 530, de 2012, é que um mesmo núcleo delibere ou interfira nas decisões de investimento que culminem nos atos cuja prática combinada a norma pretende coibir.

³³ Cf. Relatório de Audiência Pública SDM nº 04/2012, p. 7.

³⁴ Cf. Relatório de Audiência Pública SDM nº 04/2012, p. 8.

É por essa razão que, por exemplo, o art. 1º, §2º, da Instrução CVM nº 530, de 2012, dispõe que “*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 investimento esteja sujeita a sua influência.*”

O que a norma busca deixar claro com essa previsão é que o veículo utilizado para efetuar as vendas a descoberto e as subscrições na oferta é irrelevante para os fins perseguidos pela norma; o importante é se essas operações foram definidas ou influenciadas por um mesmo centro de decisão. Disso também decorre que, se esse pressuposto (centro decisório único) não estiver presente, não haverá violação à regulamentação da CVM, o que é verdade mesmo se os recursos utilizados para praticar as vendas a descoberto e a posterior subscrição das ações na distribuição pertencerem a um mesmo investidor.³⁵

Raciocínio semelhante a esse foi empregado pela SEC quando da reforma da *Rule 105*, finalizada em 2007. Na consulta pública que precedeu a reforma, alguns agentes de mercado manifestaram preocupação com o fato de que a mudança proposta poderia atingir a atuação legítima de determinadas pessoas que ficariam impedidas de subscrever ações na distribuição mesmo em situações em que elas não tivessem tomado a decisão de vender ações a descoberto durante o período restrito.

Para atender a esses comentários, a SEC aceitou introduzir duas exceções na versão final da *Rule 105*, afastando de sua aplicação as operações feitas por meio de “contas separadas” (*separate accounts*) e pelas “companhias de investimento” (*investment companies*), termo técnico do gênero fundos de

³⁵ Nessa linha, cumpre transcrever um trecho da resposta da SDM no Relatório da AP 4/12, p. 6, em atenção à solicitação de ajuste no citado art. 1º, §2º, feita pela ANBIMA, para que a redação desse dispositivo esclarecesse que a vedação prevista na regra não abarca as situações nas quais as decisões de investimento não estão sujeitas à influência do investidor: “[a] *decisão relativa à venda a descoberto nesses casos é do administrador de carteiras de valores mobiliários e, portanto, não reflete uma estratégia do investidor, que não participa das decisões do veículo. Assim sendo, nos veículos de investimento cuja decisão de negociação não esteja sujeita à influência pelo investidor (gestão discricionária), este não deve ser impedido de participar da oferta. Portanto, a sugestão foi considerada pertinente e está refletida na Instrução.*”

investimento.³⁶ A justificativa apresentada pela SEC foi o fato de que, em tais situações, as operações não são decididas pelas mesmas pessoas e, logo, não estaria presente a prática que a *Rule 105* visa coibir, qual seja, a combinação de vendas a descoberto com a subscrição de ações na oferta.³⁷

Assim, os parágrafos acima demonstram que, mesmo se determinada atividade não estiver contemplada dentre as exceções previstas na norma, a consequência não será necessariamente a de que houve sua violação por quem quer que venda ações a descoberto e depois subscreva as ações na distribuição. Sempre será necessário aferir se o pressuposto incorporado na norma, de que se trata de um único núcleo decisório, está ou não presente.

V. A atuação do Banco nos fatos descritos no Termo de Acusação

Esclarecido, de um lado, o que é o *synthetic prime brokerage* e qual o papel desempenhado pelas instituições financeiras que prestam esse serviço, bem como, de outro lado, os objetivos perseguidos pela Instrução CVM nº 530, de 2012, e quais são os verdadeiros destinatários dessa regra, esta Seção tem por objetivo tratar mais concretamente da atuação do Banco em relação aos fatos descritos no Termo de Acusação.

Como visto, o Banco fornece o serviço de SPB por meio da Mesa, possibilitando que seus clientes obtenham exposição sintética a valores mobiliários

³⁶ Há ainda uma terceira exceção (“*bona fide purchase*”) que deixa de exigir a aplicação da *Rule 105* caso o investidor compre ações objeto da oferta, em mercado, em quantidade no mínimo equivalente às vendas a descoberto realizadas no período restrito, além de outros critérios de *timing* e deveres informacionais.

³⁷ Essa ideia é bem ilustrada pelo seguinte trecho da manifestação da SEC ao justificar a introdução da exceção de “contas separadas” na regra em questão: “*Rule 105 is directed at persons who short sell into an offering because they have a high likelihood of receiving discounted offering shares. These persons have a special incentive to sell short and thus do not contribute to efficient pricing. Where an account that sells short is not the account that purchases shares in the offering, if decisions regarding securities transactions for each account are made separately and without coordination of trading or cooperation among or between the accounts even though the accounts may be affiliated or otherwise related, the incentive that motivates the Rule 105 violation is not present because the short seller cannot lock in a profit by purchasing the discounted offering shares. The exception is, therefore, narrowly tailored to address the abuses that Rule 105 is designed to prevent without triggering inadvertent violations by accounts that do not coordinate their trading activity*”. Cf. SEC Release Nº. 34-56206, de 2.08.2007, p. 17-18. Disponível em <http://www.sec.gov/rules/final/2007/34-56206.pdf>. Acesso em 6.7.2021.

específicos, índices e outros produtos financeiros nas Américas do Norte, Central e do Sul. Em relação aos contratos derivativos cujo ativo de referência seja negociado no Brasil, no âmbito dos serviços de SPB, a neutralização do risco direcional é efetuada pelo Banco por meio da conta de investidor não residente mantida em seu nome, nos termos da Resolução CMN nº 4.373, de 2014, e da Instrução CVM nº 560, de 2015 (“Conta Brasileira”).

Por meio da Conta Brasileira, o Banco: (i) realizou vendas a descoberto com ações ON3 e PN4 da Companhia dentro do período previsto na Instrução CVM nº 530, de 2012, para a cobertura do saldo líquido vendido que ficou em aberto após o *netting* das posições assumidas por seus clientes em ações da Companhia; e (ii) subscreveu ações ON3 e PN4 de emissão da Companhia na Oferta para atender a solicitação de um desses clientes.

Assim, as decisões de investimento que culminaram na realização, em seu nome, de vendas a descoberto e de subscrição de ações da Companhia por meio da Oferta, não partiram de uma estratégia de autoria do Banco. Essas operações eram apenas uma consequência dos serviços que o Banco presta aos seus clientes.

À luz das conclusões alcançadas nas demais Seções do presente Parecer, entendo que as operações apontadas pela SRE no Termo de Acusação foram concretizadas pelo Banco para neutralizar os riscos direcionais dos contratos derivativos mantidos com seus clientes, principalmente o Gestor A e o Gestor B. Isso porque, embora tanto a venda a descoberto das ações da Companhia quanto a subscrição de ações na Oferta tenham sido realizadas em nome do Banco, o Banco atuou exclusivamente como intermediário nessas operações, assumindo um papel típico das instituições que fornecem o serviço de *synthetic prime brokerage*.

Dessa forma, o Banco não deveria figurar na lista de acusados do Processo Sancionador. Primeiro, porque os intermediários que atuam na qualidade de agentes de seus clientes, de modo geral, não são responsáveis por eventuais irregularidades nas operações que legitimamente executem, exceto quando há coautoria. E, em segundo lugar, porque os intermediários não são os destinatários dos comandos previstos na Instrução CVM nº 530, de 2012, e tampouco estão incumbidos de qualquer obrigação de verificar, antes de atender às solicitações de seus clientes, se eles incorreriam na conduta vedada pela referida norma.

Vale esclarecer que se os clientes do Banco tivessem atuado, em nome próprio, no mercado local, não teriam incorrido na conduta vedada pela Instrução CVM nº 530, de 2012, posto que o único cliente que esteve vendido em ações da Companhia (o Gestor A) não participou da Oferta, ao passo que o único cliente que subscreveu ações na Oferta (o Gestor B), em nenhum momento esteve vendido ou operou a descoberto.

Assim, se os clientes do Banco tivessem atuado diretamente no mercado local, as operações do Gestor B seriam idênticas às de um investidor que detinha ações da Companhia e as vendeu nos dias que antecederam a Oferta e, ao mesmo tempo, subscreveu ações por meio da Oferta – conduta que não é vedada pela Instrução CVM nº 530, de 2012. Mesmo assumindo – apenas para fins de discussão – que o Banco (agindo como intermediário ao prestar o serviço de *synthetic prime brokerage*) tivesse a obrigação de verificar se os seus clientes violariam tal instrução antes de executar as suas ordens, nenhuma violação teria sido identificada pelo Banco nas operações em questão.

VI. Responsabilidade administrativa

O último tópico cujo estudo é importante para responder aos quesitos formulados pelo Banco trata do princípio da responsabilidade subjetiva em processos administrativos sancionadores que averiguam infrações objetivas. Em outras palavras, os quesitos exigem que se discuta a abrangência do princípio da responsabilidade subjetiva nos processos administrativos sancionadores da CVM.

Em especial, o Banco deseja entender se é juridicamente possível a aplicação de penalidades sem a aferição da culpabilidade de pessoa acusada de violar normas legais ou regulamentares, ou seja, se haveria a possibilidade de condenação mesmo sem a demonstração de culpa ou dolo do acusado.

Há muito prevalece o entendimento, não somente na doutrina como também na jurisprudência da autarquia, no sentido de que o processo administrativo sancionador conduzido pela CVM, por seu caráter punitivo, é informado por princípios semelhantes aos do direito penal, dentre os quais se destaca, para fins deste Parecer, o regime da responsabilidade subjetiva.³⁸

³⁸ Cf. EIZIRIK, Nelson et al. *Mercado de Capitais: Regime Jurídico*. 2ª edição. Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 293-298.

Isso significa dizer, de um lado, que para a condenação por suposto descumprimento à legislação é imprescindível a comprovação de que o acusado conscientemente agiu em desacordo com os ditames legais ou regulamentares, seja de forma intencional (dolo) ou por negligência, imperícia ou imprudência (culpa), nos casos em que essa modalidade é admitida pelo tipo administrativo.³⁹ De outro, que é preciso individualizar a conduta de cada acusado, pois a responsabilidade administrativa somente decorre de atos ilícitos próprios.⁴⁰

Se quanto a essas considerações não parece haver grande disputa jurídica, acredito ser preciso dar um passo adiante para reforçar que a necessidade de avaliação da culpabilidade do acusado é compulsória independentemente da natureza da norma. A necessidade de análise da responsabilidade subjetiva se aplica inclusive a infrações a regras que a autarquia e o mercado chamam de irregularidades de “natureza objetiva”.

As regras de “natureza objetiva” são aquelas que trazem um comando bem definido e que, por isso, sua inobservância é facilmente constatável, prescindindo assim de maior dilação probatória pelo regulador. Nesses casos, as normas da CVM e os processos que nascem delas muitas vezes usam a estratégia de inverter o ônus da prova de forma que cabe ao regulado provar por qual motivo, apesar de ter objetivamente incorrido em conduta vedada ou deixado de cumprir com certas obrigações, ele não deve ser responsabilizado.

Talvez o exemplo mais numeroso dessa categoria de regras esteja naquelas que delimitam prazos para o arquivamento, nos sistemas eletrônicos da CVM, das informações periódicas que devem ser produzidas por seus regulados, como companhias e fundos de investimento. Em tais casos, na medida em que a regulamentação determina um limite temporal para que tais documentos sejam arquivados, a mera ausência dessas informações na base de dados da autarquia dentro do prazo delimitado leva à conclusão de que o comando não foi cumprido por quem detinha tal obrigação.

Ocorre que, mesmo nessa hipótese, os precedentes da CVM são uníssomos no sentido de que não pode haver condenação sem que se examine a

³⁹ Cf. PAS CVM nº 22/2005, Dir. Rel. Marcos Pinto, j. em 26.8.2008.

⁴⁰ Cf. PAS CVM nº RJ2005/9245, Rel. Pres. Marcelo Trindade, j. em 16.1.2007.

culpabilidade concreta do acusado no caso, tendo em vista que, nas palavras da autarquia, “[é] a infração que é objetiva, não a responsabilidade, que é subjetiva. O processo é disciplinar e, no mínimo, a culpa é requisito indispensável.”⁴¹

Por isso, mesmo objetivamente constatada a infração, o acusado pode vir a ser absolvido se conseguir comprovar, por exemplo, que as informações que deveriam ser prestadas não estavam disponíveis a tempo do estrito cumprimento da norma ou outras circunstâncias que o eximiriam de responsabilidade.⁴²

Esse mesmo raciocínio deve ser empregado para todas as normas que preveem “infrações objetivas”, inclusive aquelas que têm cunho “profilático” ou “sistêmico”. Isso porque, no Brasil, o regime jurídico dos processos administrativos sancionadores exige sempre a responsabilidade subjetiva e, assim, a análise da culpabilidade do acusado.⁴³ Não tenho conhecimento de qualquer exceção a essa regra, ao menos, não no âmbito da CVM.

Nas análises a respeito de eventuais infrações à Instrução CVM nº 530, de 2012, admite-se que o ônus da prova seja invertido e caiba, por exemplo, ao intermediário que objetivamente infringiu o disposto no art. 1º do referido diploma demonstrar porque não merece ser tratado como um investidor e sim como um intermediário. Mas, uma vez comprovada a origem das operações, não há que se falar na formulação de um processo sancionador contra tal intermediário, que dirá numa eventual condenação.

VII. Resposta aos quesitos e resumo das conclusões

i) Quesito 1

“Tendo em vista o modelo de negócios e os serviços oferecidos pelo Banco para seus clientes por meio da Mesa, qual foi o papel assumido pelo Banco em relação às operações objeto do Termo de Acusação?”

⁴¹ Cf. Processo CVM nº RJ2003/0426, Dir. Rel. Luiz Antonio de Sampaio Campos, j. em 10.8.2004.

⁴² V., por exemplo, o PAS CVM nº RJ2012/3630, Dir. Rel. Ana Novaes, j. 13.8.2013.

⁴³ Nesse sentido, como já afirmado pela CVM quando da análise de caso envolvendo irregularidades na distribuição de valores mobiliários, “por força do princípio da responsabilidade subjetiva, não há como apenar qualquer indiciado sem que seja possível demonstrar sua culpa própria e individualizada” (Cf. PAS CVM nº RJ2005/6924, Rel. Pres. Marcelo Trindade, j. em 31.10.2006).

Como explicado na Seção III, as instituições financeiras que prestam o serviço de *synthetic prime brokerage*, assim como o Banco, são meros intermediários que ligam clientes a certos ativos de referência por meio de derivativos. O fato de os *prime brokers* realizarem, em seu nome, operações no mercado doméstico do ativo de referência com o objetivo de neutralizar o risco direcional assumido pela celebração do contrato derivativo não descaracteriza a atuação de tal instituição somente como intermediário e agente de seus clientes.

A CVM reconhece que o intermediário, mesmo agindo em seu próprio nome, não deve ser considerado como investidor final das operações quando atua como consequência de ordens de clientes ou dos serviços que presta a eles e, por isso, o intermediário: (i) não pode ser diretamente responsabilizado por eventuais irregularidades, exceto em casos de coautoria ou cumplicidade;⁴⁴ e (ii) não deve ser impedido de realizar operações que de outra forma seriam vedadas em sua carteira proprietária.

Portanto, em relação aos fatos narrados no Termo de Acusação, entendo que o Banco atuou somente como intermediário, e não como investidor.

ii) Quesito 2

“No exercício do papel descrito na resposta ao Quesito 1, a vedação prevista na Instrução CVM nº 530/12 se dirige ao Banco?”

Não. Conforme exposto na Seção IV, assim como a *Rule 105* editada pela SEC, a Instrução CVM nº 530, de 2012, não se dirige aos intermediários que atuam para cumprir as ordens de seus clientes; ambas as normas são direcionadas ao investidor que toma a decisão de vender ações a descoberto dentro do período restrito e, depois, de subscrever as ações na oferta pública.

Diante disso, a Instrução CVM nº 530, de 2012, apenas abrange o intermediário em suas operações proprietárias, tendo em vista que nesses casos o intermediário atua como qualquer outro investidor. O que a Instrução CVM nº 530, de 2012, verdadeiramente proíbe é que as operações que compõem a prática vedada sejam realizadas por ordem ou influência de um mesmo centro decisório, na medida em que em esses dois atos, considerados em

⁴⁴ O intermediário pode ainda ser responsabilizado pelo descumprimento de outros deveres que lhe sejam impostos pela regulamentação.

conjunto, embutem uma conduta potencialmente manipulativa que tem o condão de afetar o processo de formação de preços no contexto de ofertas públicas de distribuição, em prejuízo de emissores, ofertantes e o mercado como um todo.

Por todo o exposto, entendo que, no contexto apurado no Processo Sancionador, a vedação prevista na Instrução CVM nº 530, de 2012, não se dirigia ao Banco, considerando que o Banco, comprovadamente, somente atuou por ordem e em benefício de seus clientes, além de não ter decidido ou influenciado as decisões de investimento que levaram às operações questionadas pela Acusação.

iii) Quesito 3

“É possível admitir a existência de outras exceções ao disposto na Instrução CVM nº 530/12 que não aquelas expressamente previstas na norma?”

Sim. As exceções expressamente previstas na Instrução CVM nº 530, de 2012, como se percebe pelos comentários feitos na AP 4/12, referenciados na Seção IV, endereçam as situações mais evidentes que não deveriam estar cobertas pela norma, mas que poderiam gerar alguma dúvida diante de sua natureza.

Os serviços típicos de intermediação, como a atuação do intermediário por conta e ordem de seus clientes, não foram indicados como exceções no texto normativo porque, durante as discussões ocorridas na AP 4/12, se entendeu óbvia a inaplicabilidade de referida Instrução a tais atividades, já que seu único destinatário é o investidor final, e não o intermediário.

Portanto, a CVM deve admitir exceções à Instrução CVM nº 530, de 2012, além daquelas expressamente elencadas em seu texto, conforme já indicado no Relatório da AP 4/12.

iv) Quesito 4

“Mesmo considerando seu caráter “profilático” ou “sistêmico”, é possível haver condenação ao disposto na Instrução CVM nº 530/12 de forma objetiva, isto é, sem a avaliação da culpa ou dolo da pessoa que objetivamente a violou?”

Não. Independentemente da natureza da norma supostamente violada, nos processos administrativos sancionadores, como explicado na Seção VI, não há a possibilidade jurídica de aplicação de penalidades sem a avaliação

da culpabilidade do acusado. Em outras palavras, a responsabilidade em processos administrativos sancionadores é sempre subjetiva.

v) Quesito 6

“Em sua opinião, diante dos fatos descritos no Termo de Acusação e da função exercida pelo Banco em relação a eles, o Banco incorreu na conduta que a Instrução CVM nº 530/12 busca vedar?”

Por todo o exposto neste Parecer, entendo que o Banco não incidiu na conduta proibida pela Instrução CVM nº 530, de 2012, em especial, porque a norma é destinada para investidores e o Banco, conforme comprovado por meio das provas juntadas na Defesa, agiu exclusivamente no seu papel de intermediário e agente de seus clientes, sem qualquer controle ou influência nas decisões que culminaram na venda a descoberto e posteriormente na subscrição de ações na Oferta da Companhia.

É o que me parece.

Luciana Dias