

OF. DIR. 105/2025

São Paulo, 19 de dezembro de 2025.

Ao senhor

Antônio Carlos Berwanger

Superintendência de Desenvolvimento de Mercado (SDM)

Comissão de Valores Mobiliários (CVM)

conpublicasdm0425@cvm.gov.br

C.c.

Sr. Raphael Acácio Gomes de Santos Souza

Gerência de Desenvolvimento de Normas 1

Comissão de Valores Mobiliários (CVM)

Assunto: Resposta ao Edital de Consulta Pública SDM nº 04/25 – Ajustes na Resolução CVM nº 77, de 29 de março de 2022, com foco nas regras de negociação, por companhias abertas, de ações de própria emissão.

A **Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais** (“**ANBIMA**”), na qualidade de representante das instituições que atuam nesses mercados, constituiu um Grupo de Trabalho misto, composto por representantes das áreas de tesouraria, jurídico e estruturação de ofertas públicas, sob a coordenação dos Fóruns de Negociação e de Mercado de Capitais da ANBIMA, para tratar das alterações propostas no edital de Consulta Pública SDM nº 04/25 (“**Consulta Pública**”) e, conforme discussões tratadas em referido grupo, submete as sugestões e comentários a seguir.

I. Considerações Iniciais

Gostaríamos, primeiramente, de agradecer à Comissão de Valores Mobiliários (“**CVM**”) pela propositura da Consulta Pública, que busca o aperfeiçoamento de seu arcabouço regulatório por meio de alterações na Resolução CVM nº 77, de 29 de março de 2022 (“**RCVM 77**”).

A ANBIMA, enquanto associação representativa de agentes do mercado, acompanha as alterações regulatórias tanto no Brasil quanto nas principais jurisdições internacionais, com o objetivo de contribuir para a construção normativa nacional, sempre buscando a razoabilidade, proporcionalidade e segurança jurídica que devem



permeiar as relações econômicas. Dessa forma, a ANBIMA vem, por meio deste, apresentar considerações que visam contribuir para a eficiência regulatória dessa D. Autarquia e colaborar para o aperfeiçoamento da norma, tornando-a mais robusta e alinhada à realidade do mercado.

Nos tópicos a seguir, serão apresentadas reflexões acerca dos dispositivos constantes da minuta submetida à Consulta Pública, contemplando: (i) observações gerais sobre as propostas da CVM; (ii) pedidos de esclarecimento específicos à autarquia, (iii) sugestões e alternativas de aprimoramentos gerais no tratamento dos temas; e (iii) sugestões pontuais de melhoria redacional. Ao final de cada item, serão consolidadas as recomendações formuladas, acompanhadas de uma proposta de nova redação para os trechos correspondentes. Este documento também traz sugestões a determinados dispositivos atualmente existentes na RCVM 77 que não constam na proposta inicial do edital, porém que, na visão da Associação, por estarem no escopo de discussão poderiam ser abrangidos.

Para fins de melhor entendimento, as sugestões de inclusão serão escritas em [azul](#) e as sugestões de exclusão serão escritas e taxadas em **vermelho**.

II. Pontos para análise

1) Aprovação de Derivativos em Assembleia (Art. 4º, § 4º):

“Art. 4º A negociação, por companhia aberta, de ações de sua emissão terá sua eficácia condicionada à prévia aprovação pela assembleia geral quando:

I – realizada fora de mercados organizados de valores mobiliários, envolver, ainda que por meio de diversas operações isoladas, mais de 5% (cinco por cento) de espécie ou classe de ações em circulação em menos de 18 (dezoito) meses;

II – for realizada fora de mercados organizados de valores mobiliários e a preços mais de 10% (dez por cento) superiores, no caso de aquisição, ou mais de 10% (dez por cento) inferiores, no caso de alienação, às cotações de mercado;



(...)

§ 4º O disposto neste artigo aplica-se à celebração, por companhia aberta, de contratos derivativos referenciados em ações de sua emissão, hipótese em que as seguintes regras adicionais devem ser observadas: (...)"

Na visão da Associação, as seguintes questões se colocam diante do dispositivo transcrito acima.

a. Esclarecimentos Relacionados a Derivativos Registrados em Mercado de Balcão Organizado

O artigo 4º dispõe sobre as hipóteses nas quais é exigida a aprovação prévia por assembleia geral de acionistas para negociação, por companhia aberta, de ações de sua emissão.

O sujeito de tal dever regulamentar é exclusivamente a própria companhia aberta. Entende-se, assim, que uma contraparte da companhia que, em nome próprio e a seu exclusivo critério, negocia ações de emissão da companhia não se encontra abrangida pelo referido comando regulamentar.

Já o objeto de tal dever regulamentar é exclusivamente (i) a negociação de ações de emissão de uma companhia aberta em determinadas circunstâncias, nos termos do *caput* do artigo 4º, e (ii) por força do § 4º desse mesmo artigo, os “contratos derivativos referenciados em ações de sua emissão” quando celebrados por uma companhia.

Em outras palavras, o § 4º do artigo 4º estende os critérios típicos de negociação de ações à vista aos denominados “contratos derivativos”. E, ainda, traz determinadas regras adicionais para tais contratos vinculadas aos mesmos parâmetros da negociação de ações à vista.

Algumas das circunstâncias determinadas pelo artigo 4º, a exemplos dos incisos I e II, incluem a realização de operações fora de mercado organizado em determinados patamares em relação aos preços de mercado. Diante disso, em virtude das regras do artigo 4º serem estendidas aos contratos derivativos, houve dúvida quanto ao entendimento da CVM de que os derivativos de balcão poderiam ser considerados como



operações fora de mercado organizado. Por força da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, art. 2º, §4º, o registro em câmaras ou prestadores de serviço de compensação, de liquidação e de registro autorizados pelo Banco Central do Brasil ou pela Comissão de Valores Mobiliários é condição de validade dos contratos derivativos¹.

Entendemos que um contrato derivativo sempre será considerado como operação de mercado organizado e que a extensão dos dispositivos do artigo 4º da RCVN 77 aos contratos derivativos teve por objetivo utilizar-se apenas dos patamares de negociações realizadas fora de mercado organizado, para enquadramento e aplicação das regras do artigo aos contratos derivativos.

Neste sentido, solicitamos a essa D. CVM que esclareça se está de acordo com essa interpretação.

b. Aplicação a Derivativos de Balcão

Abaixo, resumimos nosso entendimento sobre a regra de preço prevista no artigo 4º da RCVN 77 que se aplica a um derivativo de balcão contratado entre um intermediário e uma companhia aberta, tendo como ativo subjacente as próprias ações de emissão de tal companhia. Quando apropriado, incluímos determinados comentários para apreciação por essa D. CVM.

(i) Regra de Preço

- **Regra de Preço de Liquidação Fixo**

Exige-se a aprovação dos derivativos em assembleia desde que atendidos os dois requisitos a seguir: (i) “o preço de liquidação do contrato derivativo seja conhecido no momento da celebração do contrato”, sendo que se deve tomar por base “tal preço, acrescido ou reduzido de eventuais prêmios e outros valores pagos ou recebidos pela companhia à contraparte do negócio”, e (ii) tal operação “for

¹ Art. 2º São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei:

§ 4º É condição de validade dos contratos derivativos, de que tratam os incisos VII e VIII do **caput**, celebrados a partir da entrada em vigor da Medida Provisória nº 539, de 26 de julho de 2011, o registro em câmaras ou prestadores de serviço de compensação, de liquidação e de registro autorizados pelo Banco Central do Brasil ou pela Comissão de Valores Mobiliários. [\(Incluído pela Lei nº 12.543, de 2011\)](#)



realizada (...) a preços mais de 10% (dez por cento) superiores, no caso de aquisição, ou mais de 10% (dez por cento) inferiores, no caso de alienação, às cotações de mercado”.²

Entendemos que estão contempladas por tal regra os derivativos de liquidação física (incluindo, mas não se limitando a opções e contratos a termo), além de operações estruturadas com vistas a produzir rendimentos predeterminados (como as “operações de *box* de opções”). Isso porque, em todos esses casos, sempre se sabe de antemão qual será o valor de liquidação do derivativo.

Solicitamos a essa D. CVM que esclareça se está de acordo com essa interpretação.

Como já mencionado, deve-se pontuar que a adequada determinação do valor de liquidação de tais instrumentos não pode ser reduzida à simples comparação contra a cotação da ação no mercado à vista, como sugere o dispositivo acima. Há, portanto, uma dificuldade técnica de realizar operações legítimas ao abrigo de tal regra.

- Regra de Preço de Liquidação Variável

Exige-se a aprovação dos derivativos em assembleia caso “o preço de liquidação do contrato derivativo não seja conhecido no momento da celebração do contrato”, exceto se (i) “o contrato limitar o preço de liquidação ao patamar referido no inciso II do caput, em relação à cotação de mercado verificada no momento da celebração ou da liquidação do contrato”; ou (ii) “o contrato prever que os pagamentos efetuados ou recebidos pela companhia sejam apurados com base na variação da cotação da ação entre determinados períodos, devendo a cotação das ações no termo inicial de cada um desses períodos situar-se no patamar referido no inciso II do caput.”³

Entendemos que estão contempladas por tal regra as opções de liquidação financeira, os contratos a termo de liquidação financeira e os swaps.

Solicitamos a essa D. CVM que esclareça se está de acordo com essa interpretação.

Ademais, no caso específico de opções de liquidação financeira, entende-se que o “preço de liquidação” corresponde ao valor a ser pago na data de liquidação e não ao preço de exercício da opção (*strike price*). Contudo, note-se que não há previsão de dedução do prêmio, embora esse componente represente um custo para o titular da opção. Assim, entende-se que esses pontos poderiam ser aprimorados na norma.

² Art. 4º, *caput*, inciso II, combinado com § 4º, inciso I, da RCVM 77.

³ Art. 4º, *caput*, inciso II, combinado com § 4º, inciso II, da RCVM 77.



E, novamente, a simples comparação contra um percentual da cotação de mercado traz dificuldades técnicas à realização de operações legítimas ao abrigo de tal regra. Para ilustrar essas dificuldades, vale trazer à discussão dois exemplos práticos:

Exemplo A – Opção de Compra para Proteção de Plano de Remuneração Baseado em Ações

Uma companhia aberta possui plano de remuneração baseado em ações e, assim, encontra-se com exposição vendida (*short*) em relação às ações abrangidas pelo referido plano.

De modo a se proteger de tal exposição, a companhia contrata com instituição financeira a aquisição de opção de compra com previsão de liquidação financeira, com vistas a assumir exposição comprada (*long*). O preço de exercício de tal opção será definido entre as partes com base em diversos fatores (usualmente refletidos no método de apreçamento “*Black-Scholes*”), incluindo o valor do dinheiro no tempo e a volatilidade dos retornos da ação.

Nesse contexto, a companhia pode legitimamente buscar a definição de um preço de exercício de forma alinhada à sua própria modelagem de preço para a ação ou aos termos e condições do plano de remuneração. Para fins deste exemplo, assumimos também que a opção seja do tipo “asiática”, de modo que a cotação de mercado a ser considerada para fins da apuração do valor de liquidação (*fixing*) corresponda à média diária da cotação de mercado em certa janela de tempo (*average traded price* ou “*ATP*”).

Dado que o valor de liquidação da opção é incerto, será aplicado o disposto no art. 4º, § 4º, inciso II (*Regra de Preço de Liquidação Variável*).

Em um cenário no qual o ATP seja inferior à cotação de mercado verificada na data de liquidação, é possível que o valor de liquidação se situe em patamar superior a 10% da referida cotação de mercado (sem prejuízo do próprio prêmio que já teria sido desembolsado pela companhia).

Entretanto, mesmo que se trate de operação legítima e com potencial de redução de custos do plano de remuneração para a companhia em questão, a exigência de prévia aprovação em assembleia inviabiliza, na prática, a realização desta operação.

Exemplo B – Operação Estruturada com Opções de Compra na Modalidade *Call Spread*

Uma companhia contrata com instituição financeira uma operação estruturada em que a companhia adquire opção de compra do tipo europeia com previsão de liquidação financeira e a instituição adquire outra opção de compra com as mesmas características, embora com preço de exercício definido em valor superior (operação estrutura essa conhecida como *call spread*).



Tal estrutura pode ser adotada para proteção de um plano de remuneração baseado em ações ou por outras razões comerciais.

Nesses casos, é comum que o preço de exercício da opção adquirida pela instituição financeira seja fixado em valor correspondente à cotação de mercado acrescida da taxa livre de risco no período (*at-the-money forward*). Considerando uma taxa de livre de risco de aproximadamente 15% ao ano no País, tal operação estruturada poderia resultar, em caso de exercício pela instituição financeira, em preço de liquidação superior a 10% da cotação de mercado (sem prejuízo do prêmio que já teria sido desembolsado pela companhia).

Novamente, trata-se de operação legítima para a companhia em questão, embora a exigência de prévia aprovação em assembleia inviabilize, na prática, sua implementação.

Por isso, entendemos que a exclusão dos derivativos registrados em mercado de balcão organizado do artigo 4º traria benefícios para o mercado, sem fragilizar o interesse existente na legitimidade de tais contratações.

c. Aprimoramento da Norma para Derivativos Registrados em Mercado de Balcão Organizado

Em adição aos comentários trazidos anteriormente, cumpre notar que os derivativos de balcão configuram uma modalidade de negócio sujeita a uma detalhada regulamentação no País.

Por exemplo, tal regulamentação exige que uma entidade administradora do mercado de balcão, por ocasião do recebimento de pedido de derivativo, realize uma série de verificações acerca da legitimidade dessa contratação, como a verificação de sua consistência com condições de preço de mercado.⁴

Além disso, exige-se que bancos, assim como corretoras e distribuidoras de títulos e valores mobiliários, somente contratem derivativos de balcão no Brasil que sejam passíveis de registro, sendo tal registro uma condição da própria validade do negócio,

⁴ Art. 149 da Resolução CVM nº 135, de 10 de junho de 2022 (“Resolução CVM 135”): “Art. 149. A entidade administradora de mercado de balcão organizado que funcione como sistema de registro de operações previamente realizadas deve desenvolver e implementar regras, procedimentos e controles com objetivo de identificar e coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários.”



além de uma exigência regulamentar, disposta na Resolução CMN 3.505, de 26 de dezembro de 2007 (“RCMN 3505”).⁵

Ainda, prossegue a regulamentação ao estabelecer para contrapartes de derivativos de balcão e intermediários que, no mínimo, (i) os índices utilizados como referenciais devam ter série regularmente calculada, bem como ser objeto de divulgação pública, e (ii) as demais cotações utilizadas como referenciais devam (a) observar os preços divulgados por ambientes regulados, quando disponíveis, ou (b) ser apurados com base em preços ou metodologias consistentes e passíveis de verificação.⁶

Não se pode olvidar também que o apreçamento de tais derivativos está sujeito a salvaguardas adicionais, a exemplo da sua análise por auditoria externa independente. Aliás, a própria contabilização de um instrumento financeiro derivativo pressupõe a mensuração de seu valor justo nos termos das normativas contábeis em vigor.⁷

No plano tributário, a situação não é diferente, visto que a regulamentação exige expressamente a conformidade com condições de mercado para fins de dedutibilidade de perdas no âmbito do cálculo da tributação corporativa.⁸

Para além desse panorama legal e regulamentar, é importante repisar as dificuldades técnicas em contratar derivativos de balcão em condições de mercado que

⁵ Art. 2º, § 4º, da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976 (“Lei 6.385”), combinado com arts. 1º e 6º da Resolução do Conselho Monetário Nacional (CMN) nº 3.505, de 26 de outubro de 2007 (“Resolução CMN 3.505”).

⁶ Art. 3º da Resolução CMN 3.505.

⁷ Conforme o Pronunciamento Técnico CPC 46, que trata de mensuração do valor justo, emitido pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis – CPC e obrigatório para as companhias abertas por força da Resolução CVM nº 115, de 20 de maio de 2022.

⁸ Art. 4º da Instrução Normativa da Receita Federal do Brasil nº 633, de 22 de março de 2006: “Art. 4º Para operações realizadas no mercado de balcão a partir dos fatos geradores ocorridos no mês-calendário de março de 2006, somente será admitido o reconhecimento de despesas ou de perdas, para efeito de apuração do imposto e das contribuições de que trata o caput do art. 1º, se a operação tiver sido registrada em sistema que disponha de **critérios para aferir se os preços, na abertura ou no encerramento da posição, sejam consistentes com os preços de mercado**. § 1º No caso de operações para as quais não haja critérios de aferição previstos pelas entidades mantenedoras do sistema de registro, a instituição que realizar a operação fica responsável pela comprovação perante a SRF de que os preços praticados foram estabelecidos de acordo com critérios consistentes e passíveis de verificação pelo referido Órgão. § 2º A entidade mantenedora do sistema de registro deverá prever em seus atos normativos os critérios de que trata o caput. § 3º As operações de que trata este artigo deverão ser registradas em entidade autorizada pelo Banco Central do Brasil ou pela Comissão de Valores Mobiliários a prestar esse serviço.” (grifos nossos)



atendam aos critérios previstos na norma. Inclusive, vale lembrar que o mercado brasileiro opera, por vezes, com taxa de juros básica superior a 10% ao ano, o que, por si só, já torna a aplicação de tal percentual desafiadora.

Na prática, observa-se que diversos derivativos de balcão são legítimos e benéficos para as companhias abertas (e, por conseguinte, seus acionistas e o mercado em geral), mas a realização de certas estruturas legítimas e equitativas do ponto de vista de precificação e impacto de mercado se vê prejudicada diante das restrições pela aplicação da norma, cenário que parece particularmente indesejável na medida em que as possíveis preocupações que o regulador poderia ter a respeito parecem já estarem endereçadas por outras disposições regulatórias (a exemplo das normas atinentes à divulgação de ato ou fato relevante e aos procedimentos de ofertas públicas de aquisição de ações), bem como outros mecanismos.

Desta forma, sugerimos que seu conteúdo seja aprimorado, conforme abaixo descrito.

Primeiramente, diante dos argumentos disposto acima, e considerando a forte disciplina regulatória atualmente já prevista para a realização de operações de derivativos no mercado de balcão por instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil, sugerimos que a nova regra preveja a dispensa de assembleia no caso de derivativo celebrado entre a companhia aberta e instituição que seja, especificamente, sujeita à Resolução CMN 3.505, dado que as salvaguardas aplicáveis a tais contrapartes de derivativos de balcão e intermediários impediriam a realização de negócios fora de condições de mercado, preocupação legítima que a RCVM 77 visa endereçar.

Adicionalmente, sugere-se que a Regra de Preço seja simplificada, de modo a consubstanciar um único comando legal para derivativos em geral (negociados em bolsa ou balcão, assim como tendo o preço de liquidação conhecido ou não por ocasião da sua celebração).

Sendo assim, a nova redação proposta pela Associação seria a seguinte:

“§ 4º O disposto neste artigo aplica-se à celebração, por companhia aberta, de contratos derivativos referenciados em ações de sua emissão, ~~hipótese em que as seguintes regras adicionais devem ser observadas:~~



~~I — caso o preço de liquidação do contrato derivativo seja conhecido no momento da celebração do contrato, a comparação com as cotações de mercado de que trata o inciso II do caput deve tomar por base tal preço, acrescido ou reduzido de eventuais prêmios e outros valores pagos ou recebidos pela companhia à contraparte do negócio;~~

~~II — caso o preço de liquidação do contrato derivativo não seja conhecido no momento da celebração do contrato, a prévia aprovação da assembleia geral só será dispensada se:~~

~~a) o contrato limitar o preço de liquidação ao patamar referido no inciso II do caput, em relação à cotação de mercado verificada no momento da celebração ou da liquidação do contrato; ou~~

~~b) o contrato prever que os pagamentos efetuados ou recebidos pela companhia sejam apurados com base na variação da cotação da ação entre determinados períodos, devendo a cotação das ações no termo inicial de cada um desses períodos situar-se no patamar referido no inciso II do caput.~~

§ 5º O disposto no inciso II do § 4º deste artigo não se aplica aos contratos derivativos celebrados, por companhia aberta, com bancos múltiplos, bancos comerciais, caixas econômicas, bancos de investimento, bancos de câmbio, sociedades corretoras de títulos e valores mobiliários, sociedades distribuidoras de títulos e valores mobiliários e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil e sejam registrados nos termos do disposto no § 4º do art. 2º da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e na regulamentação em vigor.”

Alternativamente, se, todavia, essa D. Autarquia ainda entender que seria importante manter uma comparação entre as condições do derivativo e a cotação de mercado, entendemos que as seguintes questões ensejam aprimoramento:

- a) O termo “preço de liquidação” poderia ser substituído por “valor devido por ocasião da liquidação”, de modo a reduzir a atual incerteza sobre a sua interpretação;
- b) *Em todos os cenários*, a cotação de mercado poderia ser comparada com o valor devido por ocasião da liquidação, acrescido ou reduzido de eventuais prêmios e outros valores pagos ou recebidos pela companhia à contraparte do negócio; atualmente, somente os derivativos cujo valor de liquidação é conhecido no momento da celebração (art. 4º, § 4º, inciso I, da RCVM 77) contam com previsão expressa de tal ajuste; e
- c) A regra para os derivativos cujo valor de liquidação não seja conhecido no momento de celebração (art. 4º, § 4º, inciso II, da RCVM 77) poderia ter sua redação aprimorada para trazer maior clareza às duas hipóteses contempladas.



Nesse sentido, segue abaixo a sugestão de nova redação para a norma: somente para fins de clareza da proposição, certos termos foram destacados no texto abaixo.

“§ 4º O disposto neste artigo aplica-se à celebração, por companhia aberta, de contratos derivativos referenciados em ações de sua emissão, hipótese em que as seguintes regras adicionais devem ser observadas:

I – caso o ~~preço de valor devido por ocasião da~~ liquidação do contrato derivativo seja conhecido no momento da celebração do contrato, deve-se aferir se tal valor se encontra dentro do limite previsto a comparação com as cotações de mercado de que trata ~~no inciso II do caput deve tomar por base tal preço, acrescido ou reduzido de eventuais prêmios e outros valores pagos ou recebidos pela companhia à contraparte do negócio;~~

II – caso o ~~preço de valor devido por ocasião da~~ liquidação do contrato derivativo não seja conhecido no momento da celebração do contrato, a prévia aprovação da assembleia geral só será dispensada se:

a) o contrato ~~limitar~~ prever que os pagamentos efetuados ou recebidos pela companhia sejam apurados com base na cotação da ação verificada em uma ou mais datas previamente estipuladas para fixação do preço da ação subjacente ao derivativo, devendo o preço de valor devido por ocasião da liquidação estar limitado ao patamar referido no inciso II do caput, em relação à cotação de mercado verificada ~~no momento da celebração ou da liquidação do contrato nas respectivas datas;~~ ou

b) o contrato prever que os pagamentos efetuados ou recebidos pela companhia sejam apurados com base na variação da cotação da ação **entre determinadas datas ou períodos**, devendo a cotação das ações utilizada para fins de apuração do valor devido por ocasião da liquidação não conter fator de ajuste no termo inicial de cada um desses períodos situar-se no em percentual que ultrapasse, para cima ou para baixo, o patamar referido no inciso II do caput; ou

c) o contrato prever que a cotação da ação verificada na contratação do derivativo esteja limitada ao patamar referido no inciso II do caput, sem prejuízo da apuração do valor do derivativo, com ajuste(s) a ser(em) efetuado(s) ou recebido(s) na(s) data(s) estipulada(s) para liquidação, estar fora do patamar referido pelo inciso II do caput uma vez que este(s) reflète(m) um ou mais fatores de precificação (definidos abaixo no § 5) e que não dizem respeito, diretamente, à negociação da ação subjacente ao contrato derivativo pelas partes.

§ 5º Para fins do disposto no § 4º deste artigo, deve-se considerar o valor devido por ocasião de liquidação do derivativo o valor acrescido ou reduzido de eventuais prêmios e outros valores pagos ou recebidos pela companhia à contraparte do negócio.

§ 6º O relatório de auditor independente relacionado às informações financeiras trimestrais cuja data-base seja imediatamente posterior à contratação da operação deve incluir a avaliação acerca do cumprimento do disposto neste artigo pela companhia.”

2) Prazo de 18 meses (Art. 7º):



“Art. 7º A negociação, por companhia aberta, de ações de sua emissão, bem como os contratos derivativos por ela celebrados e referenciados nessas ações, devem ser liquidados em até 18 (dezoito) meses, contados da aprovação dos negócios pela assembleia geral ou pelo conselho de administração.”

O dispositivo transcrito acima consiste no art. 7º da RCVM 77 com os ajustes propostos no Edital, sendo que prazo máximo de liquidação de 18 meses representa dispositivo já constante da Instrução CVM nº 567, de 17 de setembro de 2015 (“ICVM 567”).

Por ocasião da audiência pública que resultou na edição da ICVM 567, houve debate acerca de tal prazo de 18 meses. À época, a ANBIMA esclareceu que, em sua visão, tal limitação prejudicava a boa gestão financeira das companhias e que o prazo da legislação europeia originalmente previsto em 18 meses havia sido alterado para 5 anos (prazo vigente atualmente).⁹

Nesse sentido, a ANBIMA propôs que, se mantido o prazo de 18 meses, este seja observado somente para a contratação da operação, independentemente do prazo de sua liquidação física ou financeira.

Após mais de uma década da referida audiência pública, identifica junto as instituições associadas que há demanda de mercado para operações de derivativos com prazos superiores. Uma série de fatores, inclusive o estágio atual de desenvolvimento do mercado brasileiro, conforme adiante exposto, aliado a fatores de conveniência, custo e gestão de risco em longo prazo, para as companhias, suporta tal demanda, economicamente legítima, mas que encontra restrições sob a regra atual.

Neste ponto, deve-se abrir um parêntese para esclarecer a preocupação dessa D. CVM à época da audiência pública anterior. Vejamos um trecho do relatório:

⁹ Nos termos do item 4 da Diretiva 2006/68/EC: “4. in Article 19, paragraph 1 shall be replaced by the following: ‘1. (...) (a) authorisation shall be given by the general meeting, which shall determine the terms and conditions of such acquisitions, and, in particular, the maximum number of shares to be acquired, the duration of the period for which the authorisation is given, the maximum length of which shall be determined by national law without, however, exceeding **five years**, and, in the case of acquisition for value, the maximum and minimum consideration (...)’” (grifos nossos)



“A redação proposta não obsta que o conselho de administração fixe prazo inferior para a liquidação, como sugerido por Salusse Marangoni Advogados, ou tampouco que conceda seguidas aprovações a operações a serem realizadas repetidamente, o que, para muitos fins práticos se aproxima de uma prorrogação de prazo, como proposto pelos demais participantes. Além disso, as hipóteses que ensejam necessidade de aprovação por assembleia geral são relativamente infrequentes, logo a observância do prazo de 18 (dezoito) meses não aparenta acarretar custos significativos.

Cabe ainda destacar que a possibilidade de aprovação de determinada operação permanecer eficaz por diversos anos esvazia o propósito que a norma deseja alcançar de constante reavaliação de tais operações por parte dos administradores e acionistas.” (grifos nossos)

Como se depreende da justificativa acima, o propósito central da norma parece repousar sobre uma questão de governança sobre os derivativos. Além disso, argumenta-se que a o prazo de 18 meses, dado que passível de prorrogação, não aparentaria trazer prejuízos significativos.

Abaixo, abordaremos essas e outras questões relacionadas ao tema.

a. Governança sobre Derivativos

Inicialmente, cumpre lembrar que o mercado de dívida brasileiro passou por forte expansão desde a edição da Instrução CVM 567, inclusive com certos valores mobiliários emitidos com prazos longos para os padrões tradicionalmente observados no Brasil. A título de exemplo, o prazo de vencimento médio de debêntures incentivadas emitidas nos primeiros oito meses do ano de 2025 foi de 12,5 anos, enquanto as debêntures sem benefício fiscal tiveram prazo médio de 5,3 anos no mesmo período.¹⁰

Note-se, então, que a alavancagem financeira com prazos longos (inclusive superiores a uma década) já se apresenta como uma realidade das companhias brasileiras, o que parece estar em contraste com a limitação de 18 meses para se liquidar uma operação de derivativo.

E, nesse campo, as salvaguardas são muitas.

Primeiramente, o mercado brasileiro tem forte presença de investidores institucionais, os quais cumprem papel fundamental no incentivo ao adequado

¹⁰ Conforme dados da ANBIMA, divulgados em https://www.anbima.com.br/pt_br/noticias/ofertas-de-debentures-incentivadas-atingem-r-97-3-bilhoes-e-registram-recorde-no-ano.htm. Acesso em 20 de novembro de 2025.



gerenciamento de risco nas companhias abertas. Não se pode negar, assim, que um primeiro controle sobre a governança de tais companhias no plano financeiro se apoia na chamada “disciplina de mercado”. Inclusive, muitas companhias abertas brasileiras têm valores mobiliários admitidos à negociação em mercados estrangeiros e, portanto, também devem atender a padrões internacionais de governança, bem como se submetem ao ativismo acionário típico de mercados mais desenvolvidos.

Ademais, diversas são as companhias que integram segmentos especiais de listagem com regras mais duras de governança corporativa, o que traz mitigação adicional para o risco de má gestão financeira das companhias.

A CVM também teve papel relevante nessa construção ao estabelecer uma jurisprudência clara a respeito da exigência de controles internos para o monitoramento regular de operações de derivativos.¹¹

Ainda, a própria legislação societária traz a necessidade uma revisão anual obrigatória de tais contratações. Primeiro, a assembleia geral de acionistas deve, anualmente, tomar as contas dos administradores, examinar, discutir e votar as demonstrações financeiras, sendo relevante notar que a aprovação, sem reserva, das demonstrações financeiras e das contas, exonera de responsabilidade os administradores e fiscais, salvo erro, dolo, fraude ou simulação.¹² Além disso, tais demonstrações financeiras contam com parecer de auditor independente, o qual revisa e confere asseguração razoável à consistência da contabilização de tais instrumentos.

Acrescente-se que a possibilidade de alavancagem via derivativos sobre as próprias ações vai de encontro, em certa medida, com o próprio interesse de uma companhia em manter a liquidez de seu papel.

Por fim, deve-se reconhecer que a companhia pode, a qualquer tempo, solicitar cotação à sua contraparte para o término da operação nas condições de mercado. Sendo assim, entendemos que uma contratação em dado momento não sujeitaria necessariamente os administradores a permanecer com tal contratação durante um longo prazo.

¹¹ Por exemplo, é o que resultou do Caso Sadia (PAS CVM 18/08, julgado em 14 de dezembro de 2010).

¹² Arts. 122, inciso III, 132, inciso I, e 134, § 3º da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976.



b. Prorrogação v. Contratação com Prazo Mais Longo

Como transcrito anteriormente, o relatório da audiência pública contém a opinião dessa D. CVM à época no sentido de que o prazo de 18 meses poderia ser prorrogado por seguidas aprovações e, dado que a maioria das prorrogações ocorreria por decisão da administração (sem assembleia), tal situação não parecia relevaer prejuízos significativos.

Essa flexibilidade, por vezes, adotada por essa D. CVM já parece denotar as dificuldades de se ater a um prazo tão exíguo como os 18 meses, assim como a existência de salvaguardas que dão conforto para o regulador acomodar exceções.

De início, as múltiplas prorrogações já poderiam representar uma flexibilidade em si no que tange o prazo-limite de 18 meses. Nesse sentido, essa D. CVM assumiu à época que as aprovações seguidas “para muitos fins práticos” se aproximavam de uma prorrogação de prazo.

Neste ponto, identificamos algumas dificuldades relacionadas aos procedimentos de prorrogações e gostaríamos de trazer tais considerações para suportar a análise, conforme abaixo.

Aprovações em conselho de administração exigem o dispêndio de recursos financeiros que, ainda que não pareçam ser expressivos, oneram a companhia, particularmente no caso de seguidas aprovações.

Deve-se registrar também que o tratamento tributário de operações de swap atribui a ocorrência de fato gerador de imposto de renda retido na fonte diante de “liquidação de contrato, inclusive quando da cessão do mesmo contrato”.¹³ Usualmente, a renovação do prazo de uma operação de swap ocorre (e inclusive é refletida nos sistemas de registro de entidades administradoras de balcão organizado) mediante a liquidação da operação em vigor e a contratação de uma nova operação.

Ademais, mesmo que a companhia tenha a intenção de realizar múltiplas prorrogações, a sua contraparte nunca terá certeza de que tais prorrogações de fato ocorrerão, de modo que essa contraparte tem de considerar a potencial flutuação no

¹³ Art. 50, § 1º, da Instrução Normativa RFB nº 1.585, de 31 de agosto de 2015.



risco de crédito da companhia ao final do prazo de 18 meses para decidir sobre sua renovação da operação, sem prejuízo dos efeitos tributários acima expostos.

Nota-se, dessa forma, que a possibilidade de prazo superior a 18 meses parece trazer previsibilidade para a gestão da companhia, sem impedir, contudo, que a companhia proponha à contraparte o término da operação.

Além disso, deve-se trazer à discussão um precedente administrativo. Trata-se de caso em que o Colegiado dessa D. CVM, por unanimidade, autorizou um intermediário que também era companhia aberta a realizar, no contexto de proteção de sua exposição a risco, uma aprovação genérica de seu conselho de administração para negociar ações de sua emissão e derivativos referenciados em tais ações, inclusive em prazo superior a 18 meses. Vejamos um trecho da decisão do Colegiado ao se referir ao voto vencedor do então Diretor Gustavo Gonzalez:

“Ademais, o Diretor Relator reconheceu que certas operações de intermediação indicadas pelo Requerente não raro envolvem prazos superiores a dezoito meses e que a observância do referido prazo de fato inviabilizaria que a instituição pudesse atender a certas demandas de clientes, a depender da extensão da operação e do momento em que ela é demandada. À vista disso, votou pelo deferimento da dispensa, de modo que a tesouraria **possa contratar operações com Ações Itaú cuja liquidação ocorra após o prazo de 18 meses** contados da aprovação pelo conselho de administração, desde que o conselho autorize tais operações no momento da aprovação (o que pode se dar de modo genérico).” (grifos nossos)¹⁴

Portanto, verificamos uma diferença relevante entre prorrogar uma operação de swap de prazo curto e pactuar uma operação de prazo mais longo.

c. Diferença de Tratamento entre Aquisição à Vista e via Derivativos

Também identificamos a diferença que acaba defluindo da norma proposta entre, de um lado, assumir uma exposição comprada (*long*) via a aquisição de ações à vista e, de outro, assumir semelhante exposição via derivativos.

Ora, o prazo de 18 meses em nada impede uma companhia de adquirir à vista uma determinada quantidade de ações e permanecer com elas em tesouraria (e, assim, ter uma exposição comprada) por prazo indefinido.

¹⁴ CVM. Proc. SEI 19957.005109/2018-08 (Pedido de dispensa de requisitos das Instruções CVM 358/02, 480/09 e 567/15 para a prestação de certos serviços de intermediação – Itaú Unibanco Holding S.A. e suas controladas), decidido, por unanimidade, em 19 de novembro de 2019.



Porém, uma exposição comprada na mesma quantidade de ações via derivativos estaria limitada ao prazo de 18 meses.

Esse tratamento díspar reflete um desincentivo a alternativas de alocação de capital das companhias via derivativos que possam se mostrar, em determinadas situações, mais eficientes do que a mera recompra de ações à vista.

A propósito, um intermediário não necessariamente implementa sua proteção em mercado comprando a exata quantidade de ações referenciadas no derivativo e, por isso, o impacto potencial na liquidez das ações se apresenta, por vezes, inferior quando a companhia assume uma exposição comprada via derivativos em comparação com a recompra à vista da mesma quantidade de ações. Como exposto pela ANBIMA em seus comentários à audiência pública que resultou na ICVM 567:

“Entretanto, estratégias de *hedge* alternativas não são necessariamente limitadas nem mais caras.

Deve-se notar que sobre as exposições a ações incidem requerimentos de capital que, além de limitar as operações das instituições no carregamento desses ativos em função dos controles usualmente empregados, implicam um custo regulatório relevante. Portanto, em muitos casos, a instituição financeira contraparte que adquire ações no mercado para fins de *hedge* aluga tais ações, na ponta doadora, rentabilizando o próprio *hedge* – as ações, portanto, retornam ao mercado e não ficam na carteira da contraparte, fazendo-a “economizar” capital. Essas operações de aluguel implicam tipicamente a transferência dos direitos de voto aos locatários. Adicionalmente, o gerenciamento do *hedge* pelas instituições pode incluir uma série de outras operações: (i) negociação de ações no mercado (compra e venda), como forma de *hedge* dinâmico; (ii) compensação da exposição assumida com operações contratadas com outros (10) clientes (*netting* de exposições), sem a necessidade de efetivamente comprar as ações da companhia no mercado; (iii) transferência do risco para outras carteiras do banco. Em qualquer hipótese, o risco é gerido de forma discricionária pela contraparte.

Ainda, cumpre ressaltar uma última possibilidade alternativa: a contraparte na operação de derivativo pode não adquirir nenhuma ação da companhia como forma de proteção (*hedge*), mesmo que não tenha feito *netting* de suas exposições: ela pode optar por assumir uma exposição direcional àquela ação.”¹⁵

Em resumo, entende-se que o tratamento diferente adotado pela norma atual carece de aprimoramento, dado que se opera como medida de desincentivo ao uso mais eficiente de recursos por uma companhia aberta.

¹⁵ ANBIMA. OF. DIR – 03/2014, de 3 de fevereiro de 2014, pp. 9-10.



d. Diferenças entre Derivativos de Liquidação Física e Financeira

Por fim, vale trazer à discussão uma questão relevante associada à forma de liquidação de um derivativo referenciado em ações.

Diferentemente de um derivativo com previsão de liquidação física, quando se pactua a liquidação exclusivamente financeira de um derivativo não ocorrerá, em nenhum momento, a transferência de propriedade sobre as ações da contraparte do derivativo ou do intermediário para a companhia.

Disso, decorre um conjunto de consequências.

Em um derivativo de liquidação financeira celebrado pela companhia com referência em ações de sua própria emissão, a companhia assume exposição comprada sem qualquer direito político relacionado às ações de referência. Logo, tais contratações não apresentam o risco de que o controle seja exercido de forma menos transparente por meio de derivativos.

Um derivativo de liquidação financeira também confere maior flexibilidade para que o intermediário implemente sua estratégia de gerenciamento de risco de forma mais adequada aos seus próprios interesses, a exemplo das diversas modalidades de operações descritas anteriormente, além da própria possibilidade de assumir uma posição direcional nas ações de referência.

Deve estar claro, portanto, que o impacto que derivativos de liquidação financeira podem ter sobre uma companhia e sua base acionária se mostra substancialmente mais limitado do que decorre de um derivativo de liquidação física.

e. Propostas

Diante de todo o exposto, sugerimos a alteração do evento sujeito aos 18 meses no caso dos contratos derivativos, de liquidação para o momento da celebração do contrato, adequando a aplicação do dispositivo as características dos instrumentos. Apresentamos a essa D. CVM a seguinte proposta de redação para a norma em questão:



“Art. 7º A negociação, por companhia aberta, de ações de sua emissão, ~~bem como os contratos derivativos por ela celebrados e referenciados nessas ações,~~ devem ser liquidadas em até 18 (dezoito) meses, contados da aprovação dos negócios pela assembleia geral ou pelo conselho de administração.

§ 1º. A celebração, por companhia aberta, de contratos derivativos referenciados em ações de sua emissão deve ocorrer em até 18 (dezoito) meses contados da aprovação dos negócios pela assembleia geral ou pelo conselho de administração.

Alternativamente, caso a CVM entenda por não adotar a sugestão acima, solicitamos a avaliação das sugestões de (i) extensão do prazo atual para a liquidação de 18 meses para 5 (cinco) anos, em aproximação dos parâmetros da regulação a referências internacionais e (ii) dispensa da observância dessas regras para os derivativos de liquidação financeira, considerando os argumentos acima expostos. A seguir proposta de redação para implementação das alternativas:

“Art. 7º A negociação, por companhia aberta, de ações de sua emissão, ~~bem como os contratos derivativos por ela celebrados e referenciados nessas ações,~~ devem ser liquidadas em até 18 (dezoito) meses, contados da aprovação dos negócios pela assembleia geral ou pelo conselho de administração.

§ 1º. A liquidação, por companhia aberta, de contratos derivativos referenciados em ações de sua emissão deve ocorrer em até 5 (cinco) anos, contados da aprovação dos negócios pela assembleia geral ou pelo conselho de administração.

§ 2º. O disposto neste artigo não impede a contratação e liquidação de contratos derivativos, de forma exclusivamente financeira, em prazo superior ao previsto no §1º.”

3) Verificação de Recursos Disponíveis (Art. 7º-A, caput):

“Art. 7º-A A aquisição, por companhia aberta, de ações de sua emissão, ou celebração de instrumentos derivativos referenciados nessas ações estão limitadas ao saldo de recursos disponíveis. (...)”



O dispositivo acima consta do edital da Consulta Pública e parece sugerir uma mudança relevante no que tange aos derivativos.

A atual redação da RCVM 77 exige a verificação do saldo de recursos disponíveis exclusivamente nos casos de aquisição de ações à vista ou por meio de derivativos de liquidação física.¹⁶ Esse tratamento específico ocorre por diversas razões, particularmente as descritas na seção acima (*d. Diferenças entre Derivativos de Liquidação Física e Financeira*). A propósito, assim se pronunciou essa D. CVM no relatório da audiência pública que resultou na edição da ICVM 567:

“A CVM concorda que os riscos à integridade do capital social tendem a ser maiores no caso de derivativos de liquidação física, em comparação com os derivativos de liquidação exclusivamente financeira. Por isso, a proposta definitiva de instrução limita o requisito de existência de recursos disponíveis aos contratos de liquidação física, de modo similar ao sugerido pelos participantes.”¹⁷

Logo, ausente um motivo para a alteração no tratamento da matéria, propomos que essa D. CVM promova o ajuste necessário na redação nos seguintes termos. Ademais, conforme sinalizado por representantes dessa D. CVM em reunião com a ANBIMA durante a audiência pública, entendemos que não teria havido, por parte dessa D. CVM, real intenção de alterar, na minuta submetida à audiência, o tratamento regulatório deste ponto, conforme discutido por ocasião da edição da antiga Instrução CVM nº 567, de 19 de setembro de 2015, e vigente desde então. Note-se apenas que se optou por realizar um mínimo ajuste na terminologia utilizada para se referir aos derivativos.

“Art. 7º-A A aquisição, por companhia aberta, de ações de sua emissão, ou celebração de instrumentos contratos derivativos de liquidação física referenciados nessas ações estão limitadas ao saldo de recursos disponíveis. (...)”

4) Mitigação de Impactos sobre a Negociação em Mercados Organizados (Art. 7º-B):

“Art. 7º-B As aquisições diárias de ações de própria emissão de uma mesma espécie e classe realizadas

¹⁶ Art. 8º, § 2º, da RCVM 77: “Art. 8º A aquisição, por companhia aberta, de ações de sua emissão é vedada quando: (...) IV – requerer a utilização de recursos superiores aos disponíveis. (...) § 2º O disposto no inciso IV do caput deste artigo também se aplica à celebração de contratos derivativos de liquidação **física** referenciados em ações de própria emissão da companhia. (...)” (grifos nossos)

¹⁷ CVM. Relatório de Análise - Audiência Pública SDM nº 11/2013 – Processo CVM nº RJ2008-11441, p. 23.



em mercados organizados de valores mobiliários devem atender cumulativamente às seguintes condições: (...)”

Dedicamos particular atenção ao artigo 7º-B proposto no edital. Abaixo, apresentamos as principais considerações discutidas para avaliação por essa D. CVM.

a. Artigo 7º-B como Regra de Presunção de Regularidade

Por ocasião da audiência pública que resultou na ICVM 567, essa D. CVM propôs, de forma inédita no mercado brasileiro, a criação de uma norma contendo a “presunção de regularidade” da atuação do administrado em relação aos ilícitos hoje consubstanciados na Resolução CVM nº 62, de 19 de janeiro de 2022 (“Resolução CVM 62”) (à época, a Instrução CVM nº 8, de 8 de outubro de 1979). Dessa forma, operações conduzidas dentro dos parâmetros propostos teriam em seu favor uma presunção *relativa* de regularidade.

A inspiração vinha da Regra 10b-18 da U.S. Securities and Exchange Commission (“SEC”) e do Regulamento nº 2273/2003 da Comissão Europeia (“EC”), as quais são bem explicadas pelos trechos abaixo:

SEC - Release No. 34-41905

“Before Rule 10b-18 was adopted, issuers conducting repurchase programs were uncertain about their potential liability under the anti-manipulation provisions of the Exchange Act. Those provisions offer little practical guidance with respect to the scope of permissible issuer market activity. Since 1967, the Commission has periodically considered whether, and how, to regulate an issuer's market repurchases of its securities.(7) As adopted in 1982, Rule 10b-18 provides a **safe harbor from liability for manipulation** under Sections 9(a)(2) and 10(b), and Rule 10b-5, of the Exchange Act to an issuer in connection with its bids for or purchases of its common stock that comply with the Rule's conditions.(8) Because Rule 10b-18 is a safe harbor, compliance with the Rule's **conditions is voluntary**. Thus, issuer bids for or purchases of its common stock that **do not comply with Rule 10b-18 are not necessarily manipulative.**(9)”¹⁸ (grifos nossos)

EC - Regulamento nº 2273/2003

“Whereas:

(1) Article 8 of Directive 2003/6/EC provides that the **prohibitions provided therein shall not apply to trading** in own shares in “buy back” programmes or to the stabilisation of a financial

¹⁸ SEC. Release No. 34-41905 (Final Rule; Purchases of Certain Equity Securities by the Issuer and Others), 23 de setembro de 1999. Disponível em <https://www.sec.gov/rules-regulations/1999/09/purchases-certain-equity-securities-issuer-others>. Acesso em 22 de novembro de 2025.



instrument, provided such trading is carried out in accordance with implementing measures adopted to that effect.

(2) Activities of trading in own shares in "buy-back" programmes and of stabilisation of a financial instrument which **would not benefit from the exemption** of the prohibitions of Directive 2003/6/EC as provided for by Article 8 thereof, should **not in themselves be deemed to constitute market abuse**. (...)”¹⁹ (grifos nossos)

Duas mensagens, assim, ficam claras. Em primeiro lugar, as regras que serviram de inspiração a essa D. CVM traziam uma presunção relativa. Em segundo lugar, a ausência de enquadramento em tais regras não resultava necessariamente na caracterização de um ilícito.

Após comentários sobre esse ponto, essa D. CVM decidiu por não adotar tal regra de presunção de regularidade com a seguinte justificativa:

“A minuta pretendeu estabelecer uma presunção de regularidade, deixando claro que se as condições para essa presunção não fossem observadas, **isso não se converteria automaticamente** em uma presunção de irregularidade.

Nesse sentido, seu propósito era estabelecer uma orientação aos participantes do mercado. **Todavia**, os comentários recebidos dos participantes sobre a própria existência da presunção, em geral, e sobre vários de seus requisitos, em particular, revelaram que a norma poderia deixar de atingir esse objetivo ou até mesmo alcançar efeito inverso.

Somou-se a isso a ausência de histórico significativo de companhias abertas negociando ações de sua própria emissão em condições que poderiam levantar suspeitas de manipulação e outras práticas nocivas ao regular funcionamento do mercado.

Por tais razões, a proposta definitiva de instrução não contempla hipótese de presunção de regularidade de operações cursadas em mercados organizados de valores mobiliários.” (grifos nossos)

Esse histórico bem demonstra o cuidado que essa D. CVM teve com o tema, com particular enfoque sobre o reforço na segurança jurídica de tais operações.

Contudo, na presente Consulta Pública, nota-se a proposta de uma **mudança estrutural** na abordagem da matéria, de modo que os critérios antes sugeridos para uma **presunção** seriam minimamente ajustados, porém agora tratados como **proibições**.

¹⁹ EC. Regulamento nº 2273/2003. Disponível em <https://eur-lex.europa.eu/eli/reg/2003/2273/oj/eng>. Acesso em 22 de novembro de 2025.



Vejamos a semelhança entre as hipóteses contempladas pelas duas propostas, conforme expostas “lado a lado”:

Edital de Audiência Pública SDM nº 11/13 (2 de janeiro de 2014)	Edital de Consulta Pública SDM nº 04/25 (17 de novembro de 2025)
<p>CAPÍTULO V – PRESUNÇÃO DE REGULARIDADE DE OPERAÇÕES REALIZADAS EM MERCADOS ORGANIZADOS</p> <p>Art. 10. As aquisições de ações de própria emissão realizadas em mercados organizados de valores mobiliários presumem-se em conformidade com as normas que vedam a criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço, manipulação de preço, operações fraudulentas e práticas não equitativas, se atendidas as seguintes condições:</p>	<p>“Subseção II – Mitigação de Impactos sobre a Negociação em Mercados Organizados</p> <p>Art. 7º-B As aquisições diárias de ações de própria emissão de uma mesma espécie e classe realizadas em mercados organizados de valores mobiliários devem atender cumulativamente às seguintes condições:</p>
<p>I – o preço de compra das ações não exceder o maior entre:</p> <p>a) o preço do último negócio realizado sem interferência da companhia; e</p> <p>b) a maior oferta realizada por terceiros independentes da companhia;</p>	<p>I – o preço de compra das ações não pode exceder o preço do último negócio realizado sem interferência da companhia;</p>
<p>II – o volume negociado não exceder 25% (vinte e cinco por cento) do volume médio diário nos últimos 20 (vinte) pregões anteriores àquele em que a negociação for realizada;</p>	<p>II – a quantidade adquirida não pode exceder a menor entre:</p> <p>a) 25% (vinte e cinco por cento) da quantidade média diária dos 20 (vinte) pregões anteriores à data de aquisição, em que houve negociação; e</p> <p>b) 0,5% (meio por cento) das ações em circulação;</p>
<p>III – os negócios não forem realizados nos 30 (trinta) minutos posteriores ao início do pregão nem nos 30 (trinta) minutos anteriores ao fim do pregão;</p>	<p>III – as aquisições não podem ocorrer no leilão de abertura;</p> <p>IV – as aquisições podem ocorrer no leilão de fechamento, desde que a companhia observe as condições previstas nos demais incisos e não cancele ordens que vier a emitir no referido leilão;</p>
<p>IV – a cada pregão, apenas uma instituição atuar como intermediária da companhia; e</p>	<p>V – a cada pregão, apenas uma instituição pode atuar como intermediária da companhia; e</p>
<p>V – a companhia não vender ações de sua emissão, em mercados organizados de valores mobiliários, no período em que estiver autorizada a adquirir tais ações, ressalvado o disposto no art. 8º.</p>	<p>VI – aquisições não podem ocorrer no mesmo dia em que a companhia alienar ações mantidas em tesouraria (“day trade”), ainda que por meio de mais de um mercado organizado de valores mobiliários.</p>
<p>Parágrafo único. A presunção de que trata o caput não se aplica a operações com derivativos.</p>	-
-	<p>Parágrafo único. A alienação de ações em mercado organizado somente é permitida após</p>



	15 (quinze) pregões, contados do pregão mais recente em que tenha havido aquisição de ações.” (NR)
--	--

Gostaríamos de entender mais profundamente as motivações para essa mudança de abordagem, considerando que a nova metodologia contrasta com o tratamento da matéria nos dois principais mercados internacionais (Estados Unidos e União Europeia).

Nesse contexto, o edital parece se apoiar fundamentalmente nos seguintes pontos:

- (i)** Análise de Impacto Regulatório (AIR) denominada “Impactos da recompra de ações em bolsa na liquidez de longo prazo”, sendo, contudo, relevante notar que tal análise foi elaborada há quase uma década, o que parece sugerir cautela especial na análise de suas conclusões;
- (ii)** Dois precedentes administrativos (Processos CVM RJ-2015-12514 e PAS CVM 19957.003748/2021-26), embora ambos tenham sido resolvidos, em sua quase totalidade, sem julgamento de mérito por essa D. CVM²⁰;
- (iii)** Normas internacionais, citando a Regra 10b-18 (que, como descrito, adota abordagem distinta) e as regras existentes no México e na África do Sul (sem, entretanto, maior elaboração acerca das razões que justificaram o uso de tais jurisdições, as quais sequer constaram da análise de impacto regulatório mencionada no item “i” acima); e
- (iv)** O relatório “Report on ‘Stock Repurchase Programs’”, elaborado pela IOSCO, o qual, a despeito de sua profundidade na análise da matéria, data de quase duas décadas atrás.

Com essas considerações, não se busca repelir a proposta ora apresentada no edital, porém sublinhar que a mudança metodológica em questão parece demandar maior amadurecimento do tema, inclusive por meio de discussões com o mercado e eventual atualização da análise de impacto regulatório. Vale sempre lembrar que

²⁰ Todos os acusados tiveram suas propostas de termo de compromisso aceitas por essa D. CVM, excetuado apenas um acusado no segundo caso citado acima (vide as decisões do Colegiado nos links a seguir: https://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2021/20210608_R1/20210608_D2058.html e https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/publicacao/informativos_colegiado/anexos/2025/Informativo34_RC16092025.pdf)



eventual opção pela CVM em impor novas vedações pareceria divergir da abordagem adotada em jurisdições mais avançadas, bem como impor restrições relevantes, podendo inviabilizar operações legítimas e relevantes para as companhias. Tendo em vista esses fatores, entendemos que valeria um maior aprofundamento antes do estabelecimento de um regime de vedações, e que somente faria sentido o recurso a esta medida, de modo específico e pontual, em eventuais situações em que a viabilidade de outros tratamentos alternativos estivesse efetivamente descartada.

Neste sentido, entendemos que haveria benefícios em se adotar uma regra de presunção de regularidade, conforme demonstrado abaixo.

Primeiramente, o risco de configuração de ilícito previsto na Resolução CVM 62 é particularmente sensível pela potencial repercussão criminal nos termos do artigo 27-C da Lei 6.385. Ademais, essa D. CVM se encontra legalmente obrigada a comunicar o Ministério Público diante de indícios de tal ilícito penal, sendo relevante anotar que não há, em princípio, óbice legal para a instauração e o prosseguimento de investigação criminal, mesmo no caso de celebração de termo de compromisso com essa D. CVM²¹. Assim, uma regra de presunção de regularidade mitigaria o risco de que operações legítimas venham a ser questionadas, com potencial desdobramento na esfera criminal.

Cumpramos ressaltar que essa D. CVM sempre estaria resguardada com a possibilidade de acusar um administrado que cumpre os parâmetros da regra de presunção de regularidade, se verificada uma suposta violação da Resolução CVM 62. Trata-se, inclusive, de tema objeto de previsão expressa na RCVM 77.²² Em outras palavras, uma regra de presunção de regularidade em nada fragiliza o poder de polícia dessa D. Autarquia, porém se limita a exigir das áreas técnicas responsáveis um ônus argumentativo superior no caso de acusação nos termos da Resolução CVM 62 quando a regra de presunção tiver sido observada.

Também vale registrar que a CVM adotou, recentemente, essa mesma técnica de incorporar presunções ao texto de uma norma regulamentar. Ora, em um processo sancionador, o Colegiado sempre pode presumir fatos no âmbito de seu livre

²¹ Evidentemente, não perdemos de vista a necessidade e relevância, mesmo no regime atual, da ponderação e parcimônia por parte da CVM, na observância das disposições legais relativas a tais comunicações ao Ministério Público, considerando as gravíssimas consequências dessas comunicações.

²² Vejamos: “Art. 22. O disposto nesta Resolução aplica-se sem prejuízo das normas da CVM que dispõem sobre: I – a criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço, manipulação de preço, operações fraudulentas e práticas não equitativas; (...)”



convencimento, mas pareceu trazer eficiência para a fiscalização, assim como previsibilidade aos administrados, a incorporação à norma de certas presunções. Assim foi feito no caso da Resolução CVM nº 44, de 23 de agosto de 2021 (“Resolução CVM 44”), e poderia ser igualmente adotado para o caso da RCVM 77. Para fins de discussão da conveniência e oportunidade da técnica de presunções, pouco importa o sentido da valoração (presunção relativa em favor ou desfavor do administrado), pois a técnica normativa parece, em si, acertada. Evidentemente, para o caso concreto em discussão, a presunção de regularidade seria a mais adequada.

Por fim, com vistas a dar segurança aos administrados, a adoção de regra de presunção de regularidade poderia vir acompanhada, ao lado do esclarecimento de que se trata de uma presunção relativa, de uma cláusula geral a esclarecer que a inobservância dos parâmetros da norma não acarretaria, automaticamente, a configuração de ilícito administrativo.

Diante de todas essas considerações, apresentamos abaixo uma proposta de redação para o caput do novo artigo 7º-B, além de proposta de criação de dois novos parágrafos nesse artigo, a fim de refletir o formato de regra de presunção de regularidade. Vale notar, adicionalmente, que propomos um mínimo ajuste no *caput* do dispositivo com vistas a conferir mais precisão ao texto, assim como alinhamento com o disposto na Resolução CVM 135 (“ambientes ou sistemas de negociação”).

“Subseção II – ~~Mitigação de Impactos sobre a~~ Presunção de Regularidade de Negociação em Mercados Organizados

Art. 7º-B As aquisições diárias de ações de própria emissão de uma mesma espécie e classe realizadas em ~~mercados organizados~~ ambientes ou sistemas de negociação de valores mobiliários ~~devem atender-se~~ presumem em conformidade com as normas da CVM que dispõem sobre a criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço, manipulação de preço, operações fraudulentas e práticas não equitativas se atendidas cumulativamente ~~às~~ seguintes condições:

...

§ 1º As presunções previstas no caput deste artigo são relativas e devem ser analisadas em conjunto com outros elementos que indiquem se os ilícitos previstos no caput foram ou não, de fato, praticados.²³

§ 2º Não se presumirá a ocorrência de ilícito no caso de operações que tenham sido realizadas sem atendimento às condições previstas no caput deste artigo.”

²³ Este parágrafo teve sua redação inspirada no artigo 13, § 2º, inciso I, da Resolução CVM 44 (“§ 2º As presunções previstas no § 1º: I – são relativas e devem ser analisadas em conjunto com outros elementos que indiquem se o ilícito previsto no caput foi ou não, de fato, praticado; e (...)”).



A partir do item “b” a seguir, passaremos a discutir problemas mais específicos com as disposições dos incisos do art. 7º-B e seu parágrafo único. É importante observar, porém, que, mesmo no cenário em que as vedações propostas na minuta submetida à consulta pública fossem transformadas, no todo ou em parte, em presunções de regularidade, boa parte dos comentários que serão feitos nos itens a seguir permanecerão relevantes. Isso porque a introdução de uma presunção de regularidade tende a fazer, em regra, que, salvo situações excepcionais, as companhias e participantes de mercado busquem operar sob a proteção das presunções de regularidade. Deste modo, uma presunção de regularidade que traga uma regra excessivamente restritiva, ainda que seja preferível a uma vedação pura e simples, pode acabar por criar restrições práticas relevantes para a realização de operações legítimas, ou gerar insegurança desnecessária. Por essa razão, solicitamos a essa D. CVM que considere os comentários do item “b” abaixo, conforme aplicáveis²⁴, também no cenário em que acate, no todo ou em parte, nossos comentários neste item “a”. A ANBIMA se coloca à disposição dessa D. CVM para discutir aspectos práticos e técnicos de mercado relativos à transposição dos comentários feitos no item “b” para o cenário em que o pleito do item “a” seja acatado no todo ou em parte.

b. Artigo 7º-B como Regra Proibitiva

Caso essa D. CVM opte pela nova metodologia de tratamento do artigo 7º-B como uma lista de proibições, entendemos que as seguintes **exceções gerais e específicas** deveriam ser trazidas para o conteúdo da norma. Além disso, a ANBIMA entende que certas exceções gerais também devem se aplicar ainda que essa D. CVM opte por tratar o artigo 7º-B como uma regra de presunção de regularidade.

(i) Propostas de Exceções Gerais

- Procedimentos Específicos/Especiais de Negociação

A regulamentação em vigor admite que as regras de funcionamento dos mercados de bolsa (particularmente, a prioridade preço-tempo) sejam excepcionadas nos casos de procedimentos específicos/especiais de negociação.²⁵

²⁴ Independentemente de abordarmos ou não explicitamente a questão do cenário de presunção de regularidade no item correspondente.

²⁵ Artigos 95, *caput*, 119, § 1º, 120, inciso IV, 121 a 123 e 146 da Resolução CVM 135.



A título de exemplo, é o que ocorre, muitas vezes, com a negociação de volume relevante de ações como um lote (“bloco”).

Nesses casos, são diversas as hipóteses em que a negociação já obedece a critérios próprios para assegurar a legitimidade das operações, disciplinados pela entidade administradora de mercado e validados por essa D. CVM. Estas negociações podem constituir oportunidades legítimas e favoráveis para a companhia executar de modo mais eficiente seus programas de recompra, em negociações que, pelas suas características, tendem a ser favoráveis à companhia, aos seus acionistas e ao mercado de modo geral.

Diante disso, sugere-se que as operações que sigam tais procedimentos sejam excluídas das condições previstas no artigo 7º-B trazido pelo edital.

- Curso Normal dos Negócios de Instituições Financeiras

Outra situação merecedora de atenção é a das instituições financeiras que tenham ações de sua emissão admitidas à negociação em mercado de bolsa.

Como se sabe, tais instituições têm de negociar com suas próprias ações, em mercado de bolsa, com vistas a se proteger total ou parcialmente de determinadas exposições. Isso ocorre no curso normal dos negócios de uma instituição dessa natureza e em observância à sua política de negociação de ações.

Frise-se que tal situação específica das instituições financeiras foi reconhecida pela CVM tanto em pronunciamento do seu Colegiado²⁶ como em exceção expressa ao período vedado previsto na Resolução CVM 44.²⁷ Estes reconhecimentos pela CVM foram bastante importantes para o mercado porque refletem a existência de situações em que negociações com ações de própria emissão pelas instituições integrantes dos conglomerados financeiros, em suas atividades-fim, diferem de operações típicas de recompra, por exemplo, por decorrerem de demandas externas ou, ainda mais

²⁶ CVM. Proc. SEI 19957.005109/2018-08 (Pedido de dispensa de requisitos das Instruções CVM 358/02, 480/09 e 567/15 para a prestação de certos serviços de intermediação – Itaú Unibanco Holding S.A. e suas controladas), decidido, por unanimidade, em 19 de novembro de 2019.

²⁷ Art. 14, § 3º, inciso III, da Resolução CVM 44 (“negociações realizadas por instituições financeiras e pessoas jurídicas integrantes de seu grupo econômico, desde que efetuadas no curso normal de seus negócios e dentro de parâmetros preestabelecidos na política de negociação da companhia”).



importante, por não representarem a assunção de uma posição direcional em ações de sua própria emissão.

Sugere-se, portanto, que a mesma redação adotada na Resolução CVM 44 seja incorporada como exceção geral às condições do artigo 7º-B da RCVM 77. Note-se, ainda, que, no cenário em que seja adotada a sugestão do item “a” acima, de alteração da abordagem regulatória para a abordagem de criação de uma presunção relativa, é importante que as negociações realizadas ao amparo do art. 14, § 3º, inciso III, da Resolução CVM 44 continuem preservadas ainda que não se enquadrem nos limites da presunção relativa, desde que observados os requisitos previstos no próprio art. 14, §3º, inciso III acima mencionado. O principal intuito deste pleito é não gerar insegurança para operações legítimas atualmente consideradas possíveis ao amparo do art. 14, §3º, inciso III da Resolução CVM 44.

- Cenários de Estresse

Por fim, parece recomendável não exigir que a companhia de atenda às condições do artigo 7-ºB em cenários de estresse da ação e/ou do mercado em geral. Em tais cenários, as variáveis de preço e quantidade refletem a influência de fatores atípicos e, dessa forma, a aferição das referidas condições poderia levar a restrições indevidas na capacidade de uma companhia levar a cabo operações desejáveis e legítimas.

Como a definição de cenário de estresse é uma tarefa complexa e seus critérios podem ter de ser ajustados de tempos em tempos, sugerimos que a norma delegue competência para que a SMI (ouvidos os participantes de mercado, inclusive entidades administradoras de mercado) estabeleça os critérios diante dos quais um cenário de estresse se encontrará caracterizado.

Tal procedimento parece similar à adotada pela Resolução CVM 135 no que tange à definição dos instrumentos elegíveis a operações com grandes lotes²⁸, com a diferença de que, na presente proposta, sugere-se a delegação para a SMI, sem necessidade de deliberação pelo Colegiado, com vistas a conferir simplicidade e agilidade ao processo.

²⁸ Vejamos: “Art. 95. (...) § 2º Para efeito do disposto inciso I do § 1º, a CVM deve divulgar, periodicamente, as ações e os valores mobiliários representativos de ações passíveis de negociação em operação com grandes lotes e seus respectivos lotes mínimos, não restando elegíveis para negociação nesses moldes aqueles que não tenham sido elencados pela CVM.”



A título de contribuição, pode-se considerar na norma, por exemplo, que um pregão como um todo esteja dispensado do atendimento ao artigo 7º-B caso ocorra um *circuit breaker* em determinado momento.

Nesse contexto, cumpre registrar que o mercado norte-americano convive com um critério de “market disruption event” adotado pelo DTC, conforme os seguintes termos:

“RULE 38

MARKET DISRUPTION AND FORCE MAJEURE

Section 1. Market Disruption Events

On the happening of any one or more of the events or circumstances set out below (each a “Market Disruption Event”) which, in any case, is likely to materially affect or has materially affected the business, operations, safeguarding of securities or funds, or physical functions of the Corporation, including performance by the Corporation of any obligations under these Rules and Procedures, the Corporation shall be entitled to take such action as is set out in this Rule 38:

- (a) a general suspension or limitation of trading on the New York Stock Exchange, NASDAQ, or any other exchange or market relevant to the pricing or trading of securities settled through the Corporation;
- (b) the declaration of a trading or banking moratorium in the United States or New York State;
- (c) any international organization, the government of any nation, state, or territory, or any institution or agency thereof, or any self-regulatory organization taking action of a nature likely to affect the normal course of business, including performance by the Corporation of obligations under these Rules and Procedures;
- (d) the unavailability, failure, malfunction, overload, or restriction (whether partial or total) of any payment, bank transfer or wire, or securities settlement system;
- (e) the unavailability, failure, malfunction, overload, or restriction (whether partial or total) of any cash or securities depository, custodian or clearing bank, or any material variation of such depository’s, custodian’s or clearing bank’s processing or turnaround times, whether or not occasioned by action of such depository, custodian or clearing bank; or
- (f) any Force Majeure, which shall include (without limitation) any terrorist or other criminal action, war or hostilities between any nations, national emergency, riot, civil unrest, acts of God or the public enemy, fire or other casualty, flood, accident, disaster (including any nuclear, atomic, environmental, or natural disaster), sabotage, bomb threat, labor dispute, embargo, the unavailability, failure, malfunction, or restriction of communication, computer, or data processing systems or facilities, or of software or technology, cyber attack, lack of transportation facilities, interruption (whether partial or total) of power supplies or other utility or service, or any event, situation, or circumstance beyond the reasonable control of the parties (whether or not similar to any of the foregoing), including those imminent or threatened.”²⁹

Nossa visão, contudo, é de que simplesmente contemplar cenários de estresse do mercado em geral pode se revelar como estratégia regulatória incapaz de capturar eventos específicos de determinada companhia aberta.

²⁹ The Depository Trust Company. Rules, By-laws and Organization Certificate. Disponível em https://www.dtcc.com/-/media/Files/Downloads/legal/rules/dtc_rules.pdf. Acesso em 23 de novembro de 2025.



Por isso, deve-se refletir sobre critérios próprios para uma companhia isoladamente. Por exemplo, a ocorrência de suspensão de negociação em razão de divulgação de fato relevante (conforme disciplinada pela B3³⁰) poderia ser uma situação hábil a dispensar a observância do artigo 7º-B.

O mais importante, para este momento, é que haja o reconhecimento da necessidade de se tratar estas situações de forma apartada. Ratificamos que a ANBIMA se coloca à disposição dessa D. CVM (e, em particular, da SMI) para discutir critérios e abordagens para o endereçamento adequado da preocupação.

Por fim, sublinhe-se que a não aplicação do artigo 7º-B em um cenário de estresse de modo algum se equipara a uma espécie de “salvo-conduto” para operações com potencial manipulativo, visto que (i) essa D. CVM permanece com plenos poderes persecutórios para reprimir eventuais ilícitos previstos na Resolução CVM 62, e (ii) a própria estrutura do mercado brasileiro já incorpora determinadas salvaguardas para impedir tal sorte de práticas manipulativas, a exemplo dos túneis de preço adotados pelo mercado de bolsa.

(ii) Propostas de Exceções Específicas

Caso essa D. CVM opte pela nova metodologia de tratamento do artigo 7º-B como uma lista de proibições, entendemos que as seguintes **exceções específicas** deveriam ser também trazidas para o conteúdo da norma. Além disso, conforme anteriormente explicado, a ANBIMA entende que certas exceções específicas também devem se aplicar ainda que essa D. CVM opte por tratar o artigo 7º-B como uma regra de presunção de regularidade.

³⁰ Item 12.1 do Manual de Procedimentos Operacionais de Negociação da B3 (versão de 3 de novembro de 2025). Disponível em <https://www.b3.com.br/data/files/EE/30/C8/C0/9994A910F51990A9AC094EA8/MPO%20de%20Negociao%20da%20B3.pdf>. Acesso em 22 de novembro de 2025.



- Condição de Preço: Último Negócio Independente

“1 – o preço de compra das ações não pode exceder o preço do último negócio realizado sem interferência da companhia;”

O inciso acima traz limitação destinada a impedir que a companhia influencie, de forma relevante, a cotação de sua ação em mercado organizado.

Diante de tal objetivo, deve-se excluir desse inciso as ofertas a mercado que sejam porventura atendidas em preço superior ao último negócio sem interferência da companhia, desde que atendam às demais condições do artigo 7º-B (particularmente, a condição de volume). Isso porque, como se sabe, nesse tipo de oferta, o comitente envia ordem a seu intermediário especificando somente a quantidade e as características do ativo a ser comprado ou vendido, sendo que a oferta é executada ao melhor preço disponível no lado oposto do livro central de ofertas, quando de seu registro.³¹ Em outras palavras, tal oferta (desde que em quantidade limitada) não se mostra hábil a aumentar a cotação de uma ação no livro de ofertas.

Ademais, dada a volatilidade normal de mercado, entendemos ser mais adequado impedir que a companhia supere a máxima cotação do dia e não apenas a última operação sem sua interferência³². Esse critério seria mais simples e parece refletir melhor o equilíbrio entre a proteção ao mercado, de um lado, e o custo de observância, de outro. Além disso, preserva maior esfera de liberdade à companhia, o que tende a se traduzir em menores custos de execução. A vedação a que o preço de aquisição exceda

³¹ Vide itens 4.2.I e 4.3.1.II do Manual de Procedimentos Operacionais de Negociação da B3 (versão de 3 de novembro de 2025). Disponível em <https://www.b3.com.br/data/files/EE/30/C8/CO/9994A910F51990A9AC094EA8/MPO%20de%20Negociacao%20da%20B3.pdf>. Acesso em 22 de novembro de 2025.

³² Evidentemente outras possibilidades para endereçar a preocupação poderiam ser consideradas. O essencial é evitar que uma regra excessivamente rígida prejudique a execução de programas de recompra pela companhia, por exemplo, durante momentos de alta de mercado, no qual o critério proposto na minuta submetida à audiência pública tenderia a se mostrar excessivamente restritivo.



o preço do último negócio realizado sem interferência da companhia parece estabelecer um parâmetro muito restritivo.³³

Diante disso, propõe-se a seguinte linguagem para esse inciso:

“I – o preço de compra das ações não pode exceder a maior cotação do dia ~~o preço do último negócio realizado sem interferência da companhia;~~”

- Condição de Volume: 25% do ADTV (20 Pregões) ou 0,5% Free Float

“II – a quantidade adquirida não pode exceder a menor entre: a) 25% (vinte e cinco por cento) da quantidade média diária dos 20 (vinte) pregões anteriores à data de aquisição, em que houve negociação; e b) 0,5% (meio por cento) das ações em circulação;”

No que tange à quantidade objeto de negociação pela companhia, entendemos que o impacto de determinada quantidade sobre um papel depende essencialmente de sua liquidez específica, o que deveria repelir a adoção de um critério único para toda e qualquer companhia aberta.

Assim, sugerimos a essa D. CVM um critério alternativo conforme a liquidez da ação em questão:

- Se a quantidade média diária mensal (“ADTVM”) for inferior ou igual a R\$ 30 milhões, a companhia estaria autorizada a negociar com ações em quantidade inferior ou igual a 50% do volume do dia; e
- Se o ADTVM for superior a R\$ 30 milhões, a companhia estaria autorizada a negociar com ações em quantidade inferior ou igual a 25% do volume do dia.

A definição de patamares acima considerou como ponto de partida a mediana do volume diário negociado, critério utilizado pela CVM na avaliação da metodologia para

³³ A redação atual do art. 8º, inciso II, da RCVM 77 estabelece que a aquisição, por companhia aberta, de ações de sua emissão é vedada quando esta “for realizada em mercados organizados de valores mobiliários a preços superiores aos de mercado”.



definição do tamanho dos grandes lotes mínimos em cumprimento ao artigo 95 da Resolução CVM 135. Consideramos, então, um valor intermediário na faixa 6 da tabela utilizada pela CVM, em 2022, naquela avaliação, a qual, por sua vez, havia tomado por base precisamente as características do mercado brasileiro quanto à liquidez dos ativos. Contudo, para evitar que o valor fique determinado na própria norma, provocando a necessidade de alteração normativa com o decorrer do tempo, conforme a evolução dos padrões e valores monetários e das características do mercado brasileiro, sugere-se que a determinação do valor do ADTVM possa ser feita pela entidade administradora de mercado organizado ou, caso essa D. CVM entenda mais adequado, pela própria SMI considerando a possibilidade de que haja mais de um mercado organizado de bolsa em operação no Brasil no segmento de ações.

Acerca do limite de 0,5% das ações em circulação (previsto na alínea “b”), ponderamos que a referência a “ações em circulação” acaba por trazer uma dose de incerteza, dado que a quantidade de ações em circulação pode ser alterada por eventos externos à própria negociação das ações. Nesse sentido, entende-se que o ADTVM seria um critério cujo acompanhamento parece mais bem alinhado à dinâmica do mercado de bolsa. Além disso, o critério associado ao ADTVM acaba por contemplar, indiretamente, uma métrica de *free float*.

Dessa forma, sugere-se a linguagem abaixo para o inciso em comento:

“II – a quantidade adquirida não pode exceder ~~a menor entre, conforme o caso:~~ a) 25% (vinte e cinco por cento) da quantidade ~~média diária dos 20 (vinte) pregões anteriores à data de aquisição, em que houve negociação~~ do dia em que houver negociação, no caso de ações cuja quantidade média diária mensal seja superior ao valor que venha a ser determinado pela entidade administradora de mercado organizado correspondente {OU} SMI], [sendo que, na data de entrada em vigor desta norma, tal valor corresponderá a] R\$ 30.000.000,00 (trinta milhões de reais); e b) ~~0,5% (meio por cento) das ações em circulação~~ ~~{50%}~~ ([cinquenta por cento]) da quantidade ~~média~~ do dia em que houver negociação, no caso de ações cuja quantidade média diária mensal seja igual ou inferior ao valor que venha a ser determinado pela entidade administradora de mercado organizado correspondente {OU} SMI], [sendo que, na data de entrada em vigor desta norma, tal valor corresponderá a R\$ 30.000.000,00 (trinta milhões de reais);”

- Condição de Momento: Leilão de Abertura

“III – as aquisições não podem ocorrer no leilão de abertura;”



Entendemos que a redação proposta para esse inciso pode representar óbice relevante para operações de recompra usualmente praticadas no mercado. Dessa forma, entendeu-se que algumas exceções seriam adequadas a esse contexto.

Como tratado anteriormente, tal limitação não deveria ser aplicada a cenário de estresse.

Além de tal exceção geral, entendemos que a negociação em leilão de abertura ainda assim deva ser admitida desde que limitada ao volume de até 25% da quantidade teórica do próprio leilão; nessa situação, também parece inadequado aplicar a condição de preço descrita no inciso I, dada a metodologia própria adotada para o casamento de ordens durante o leilão.

Dessa forma, sugere-se a linguagem abaixo para o inciso em análise:

“III – as aquisições ~~não~~ podem ocorrer no leilão de abertura, [excetuando-se a aplicação do disposto no inciso I deste artigo, desde que estejam limitadas a 25% \(vinte e cinco por cento\) da quantidade teórica aplicável;](#)”

- Condição de Momento: Leilão de Fechamento

“IV – as aquisições podem ocorrer no leilão de fechamento, desde que a companhia observe as condições previstas nos demais incisos e não cancele ordens que vier a emitir no referido leilão;”

O inciso acima também parece apresentar desafios à sua aplicação prática.

Primeiramente, vale lembrar que as entidades administradoras de mercado já estabelecem diversas situações em que o cancelamento de ordens pode ocorrer de forma legítima, a exemplo de erro operacional. Parece adequado, então, que a norma reflita tal situação.

E, por fim, entendemos que a negociação em leilão de fechamento, fora de cenário de estresse, ainda assim possa ser admitida desde que limitada ao volume de até 25% da quantidade teórica do próprio leilão; nessa situação, também parece inadequado



aplicar a condição de preço descrita no inciso I, dada a metodologia própria adotada para o casamento de ordens durante o leilão.

Dessa forma, sugere-se a linguagem abaixo para o inciso em análise:

“IV – as aquisições podem ocorrer no leilão de fechamento, desde que a companhia observe as condições previstas nos ~~demais~~-incisos V e VI e não cancele ordens que vier a emitir no referido leilão fora das situações previstas expressamente pela entidade administradora de mercado, observando-se, ainda, que as referidas aquisições deverão estar limitadas a 25% (vinte e cinco por cento) da quantidade teórica aplicável;”

- Condição de Intermediação: Único Intermediário

“V – a cada pregão, apenas uma instituição pode atuar como intermediária da companhia; e”

O inciso acima parece uma medida destinada a evitar que a negociação por meio de mais de um intermediário se revele como estratégia indevida, por exemplo, para a criação de condições artificiais de demanda, oferta e preço. Aliás, o livro central de ofertas apenas divulga publicamente os respectivos intermediários, sem abertura do comitente.

Entretanto, existem situações legítimas que podem demandar a substituição de um intermediário durante uma mesma sessão de negociação, conforme abaixo:

- 1) *Substituição por Dificuldade Operacional.* Uma primeira situação se relaciona à ocorrência de erro ou dificuldade operacional na atuação de um intermediário, caso em que a companhia deveria estar autorizada a substituí-lo de forma a prosseguir negociando, normalmente, as suas próprias ações;
- 2) *Substituição por Qualidade de Execução.* Também parece legítimo que a companhia identifique que seu intermediário não atua conforme os critérios de execução por ela definidos ou, havendo discricionariedade, não realiza as negociações nas melhores condições disponíveis para a companhia (*best execution*). Nesses casos, a companhia substituiria o intermediário durante uma mesma sessão de negociação com vistas a aprimorar a qualidade de sua execução; e



- 3) *Substituição para Casamento de Fluxos*. É possível, ainda, que uma companhia tenha a intenção de migrar, durante um mesmo pregão, para outro intermediário em que se identifique a existência de determinado fluxo vendedor que possa melhor atender às ordens de compra por ela planejadas, sendo que tal casamento poderia ser realizado, de forma lícita, por meio de oferta direta que observe os regramentos adotados pela entidade administradora de mercado.

Sendo assim, propõe-se que o inciso acima seja limitado ao uso simultâneo de mais de um intermediário. Além disso, poderia ser criada uma regra de comunicação às entidades administradoras de mercado a respeito da substituição de intermediário em uma mesma sessão de negociação, o que tem o potencial de inibir (ou, no limite, criar uma “trilha de auditoria” para) comportamentos irregulares. Por fim, nos cenários em que a substituição não decorresse de erro ou dificuldade operacional na atuação do intermediário substituído, a substituição poderia ser limitada a uma troca por pregão.

Com base no exposto acima, a redação sugerida para o inciso em questão seria a seguinte:

“V – a cada pregão, não deve existir atuação simultânea de instituições como intermediária da companhia, devendo a respectiva entidade administradora do mercado, conforme previsto em suas regras, ser comunicada e justificada imediatamente a respeito de substituição de intermediário ocorrida durante o horário do pregão, observado, ainda, que, exceto caso a substituição decorra de erro ou dificuldade operacional na atuação do intermediário substituído, não deve ocorrer mais do que uma substituição por pregão; e”

- Condições de Modo de Negociação: Day Trade e Prazo de 15 dias

“VI – aquisições não podem ocorrer no mesmo dia em que a companhia alienar ações mantidas em tesouraria (“day trade”), ainda que por meio de mais de um mercado organizado de valores mobiliários.

Parágrafo único. A alienação de ações em mercado organizado somente é permitida após 15 (quinze) pregões, contados do pregão mais recente em que tenha havido aquisição de ações.”



Os trechos acima não parecem trazer óbice relevante a operações legítimas com as próprias ações, desde que observadas as exceções gerais descritas anteriormente nesta correspondência.

(iii) Consolidação de Sugestões e Redação Final Proposta

Diante de todas as considerações acima expostas, apresentamos abaixo uma versão consolidada da redação proposta no caso de o artigo 7º-B ser editado como uma regra proibitiva.

“Art. 7º-B As aquisições diárias de ações de própria emissão de uma mesma espécie e classe realizadas em ~~mercados organizados~~ ambientes ou sistemas de negociação de valores mobiliários devem atender cumulativamente às seguintes condições:

I – o preço de compra das ações não pode exceder a maior cotação do dia ~~o preço do último negócio realizado sem interferência da companhia;~~

II – a quantidade adquirida não pode exceder a menor entre, conforme o caso: a) 25% (vinte e cinco por cento) da quantidade ~~média diária dos 20 (vinte) pregões anteriores à data de aquisição, em que houve negociação~~ do dia em que houver negociação, no caso de ações cuja quantidade média diária mensal seja superior ao valor que venha a ser determinado pela [entidade administradora de mercado organizado correspondente {OU} SMI], [sendo que, na data de entrada em vigor desta norma, tal valor corresponderá a R\$ 30.000.000,00 (trinta milhões de reais)]; e b) ~~0,5% (meio por cento) das ações em circulação [50% (cinquenta por cento)] da quantidade dos dia em que houver negociação~~ últimos 20 pregões, no caso de ações cuja quantidade média diária mensal seja igual ou inferior ao valor que venha a ser determinado pela [entidade administradora de mercado organizado correspondente {OU} SMI], [sendo que, na data de entrada em vigor desta norma, tal valor corresponderá a R\$ 30.000.000,00 (trinta milhões de reais)];

III – as aquisições ~~não~~ podem ocorrer no leilão de abertura, excetuando-se a aplicação do disposto no inciso I deste artigo, desde que estejam limitadas a 25% (vinte e cinco por cento) da quantidade teórica aplicável;

IV – as aquisições podem ocorrer no leilão de fechamento, desde que a companhia observe as condições previstas nos ~~demais~~ incisos V e VI e não cancele ordens que vier a emitir no referido leilão fora das situações previstas expressamente pela entidade administradora de mercado, observando-se, ainda, que as referidas aquisições deverão estar limitadas a 25% (vinte e cinco por cento) da quantidade teórica aplicável;

V – a cada pregão, ~~não mais do que apenas~~ uma instituição pode atuar, simultaneamente, como intermediária da companhia, devendo a respectiva entidade administradora do mercado, conforme previsto em suas regras, ser comunicada e justificada imediatamente a respeito de substituição de intermediário ocorrida durante o horário do pregão, observado, ainda, que, exceto caso a substituição decorra de erro ou dificuldade operacional na atuação do intermediário substituído, não deve ocorrer mais do que uma substituição por pregão; e

VI – aquisições não podem ocorrer no mesmo dia em que a companhia alienar ações mantidas em tesouraria (“day trade”), ainda que por meio de mais de um mercado organizado de valores mobiliários.

~~Parágrafo único. § 1º~~ A alienação de ações em mercado organizado somente é permitida após 15 (quinze) pregões, contados do pregão mais recente em que tenha havido aquisição de ações,



exceto para operações previamente contratadas e entrega de ações no âmbito de programas de remuneração em ações.

§ 2º O disposto nos incisos I, II, V e VI do caput neste artigo não se aplica à negociação efetuada por meio de procedimentos especiais ou específicos de negociação admitidos pela regulamentação aplicável.

§ 3º O disposto nos incisos I, II e III do caput neste artigo não se aplica à negociação efetuada em cenário de estresse, conforme os critérios definidos pela Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários – SMI.

§ 4º O disposto neste artigo não se aplica às negociações realizadas por instituições financeiras e pessoas jurídicas integrantes de seu grupo econômico, desde que efetuadas no curso normal de seus negócios e dentro de parâmetros preestabelecidos na política de negociação da companhia.”

(iv) Considerações sobre a Responsabilidade de Intermediários’

Entendemos que as restrições do art. 7º-B se dirigem à companhia e que este entendimento é compartilhado por essa D. CVM. De qualquer modo, entende-se pertinente citar, de modo, convém destacar, não exaustivo, ao menos, três limitações existentes para os intermediários no que tange ao cumprimento do disposto no artigo 7º-B ora proposto.

- Limite de ações em circulação (inciso II, alínea “b”)

Como dito anteriormente, a referência a “ações em circulação” acaba por trazer uma dose de incerteza, dado que a quantidade de ações em circulação pode ser alterada por eventos externos à própria negociação das ações.

Nesse sentido, os controles necessários para monitorar tal situação, especialmente de forma tempestiva a impedir as negociações a cada dia, seriam excessivamente onerosos para uma instituição externa à própria companhia.

- Uso de mais de um intermediário (inciso V)

O monitoramento, pelo intermediário, acerca do uso de um único intermediário também traria dificuldades práticas, visto que os sistemas de negociação não conferem transparência ao público a respeito dos comitentes envolvidos em cada oferta apreçada por intermediário no livro central de ofertas e os próprios serviços prestados



por cada intermediário são protegidos por sigilo em conformidade com o disposto na Lei Complementar nº 105, de 10 de janeiro de 2001 (Lei de Sigilo Bancário).

Dessa maneira, o intermediário não teria como acessar as informações necessárias se assegurar de que a companhia negocia com apenas um intermediário e, por exemplo, simplesmente obter uma declaração por escrito da companhia nesse sentido poderia se revelar como medida apenas mitigadora, sem eliminar por completo o risco de transgressão à norma.

- Prazo mínimo para alienação (parágrafo único)

Por fim, nada impede que a companhia contrate intermediários diferentes ao longo de 15 dias ou mesmo substitua um intermediário durante esse período. Assim, a atribuição ao intermediário de qualquer nível de controle sobre a potencial alienação em período inferior a 15 dias contados de cada aquisição seria incompatível com o a observância de tal limite, em razão das informações a que cada intermediário teria isoladamente.

Ademais, considerando a possibilidade de mais de um mercado de bolsa em funcionamento no País, haveria ainda o risco de que dado intermediário que participa de um único mercado não tenha visibilidade sobre a negociação pela companhia em outro mercado (e, menos ainda, teria meios de impedir tal negociação).

Desta forma, levando em conta o proposto no edital e os aspectos destacados acima, entendemos que a responsabilidade pelo cumprimento do disposto no parágrafo único do artigo 7º-B ora proposto é atribuída aos respectivos emissores das ações, e não aos intermediários das operações.

5) Manutenção de Ações em Circulação; Aplicação a Derivativos (Art. 7º-C):

O presente artigo estabelece nova sistemática para os limites de ações em circulação, com particular tratamento para os derivativos. Abaixo, apresentamos nossas considerações sobre o assunto.

a. Exclusão de Derivativos de Liquidação Financeira



Como amplamente discutido na seção II.2.d (*Diferenças entre Derivativos de Liquidação Física e Financeira*) acima, os derivativos de liquidação exclusivamente financeiras apresentam impactos muito limitados em uma companhia aberta.

Em particular, a quantidade de ações em circulação no mercado não é afetada pela quantidade de ações referenciadas ao contrato de derivativos com liquidação financeira, bem como não se atribui qualquer direito político à companhia em relação às ações utilizadas como referência para a operação de derivativos. Aliás, nesses casos, a estratégia de gerenciamento de risco da contraparte do derivativo ou do intermediário dispõe de ainda mais flexibilidade, dado que não ocorrerá entrega física de ações em nenhum momento da operação.

Diante disso, sugerimos exclusão de tal dispositivo a exposição comprada que venha a ser assumida por companhia aberta em razão da celebração de contrato derivativo de liquidação exclusivamente financeira.

b. Desconsideração de Efeitos Econômicos Inversos

Caso se venha a optar por manter os derivativos de liquidação financeira no escopo de aplicação da norma em análise, entendemos que a contagem deveria se dar sempre pela exposição líquida entre as operações que tenham efeitos econômicos inversos.

Do contrário, identificamos que poderemos observar as consequências descritas no exemplo abaixo:

Exemplo Alternativo – Contagem de Diferentes Operações de Derivativos

Suponhamos uma companhia aberta que avalie a realização de duas alternativas para obter exposição comprada às suas próprias ações por meio de derivativos de liquidação financeira, a saber:

1. Compra de Call com Venda de Put, no mesmo strike. Aquisição, pela companhia, de opção de compra outorgada por instituição financeira, mediante o pagamento de prêmio ou *net zero* de prêmio (“Forward Sintético”); e
2. TRS. Operação de swap em que, baseado em um mesmo valor notional, (i) a companhia assume a obrigação de pagar a variação da Taxa DI, acrescida de sobretaxa, e (ii) instituição financeira assuma a obrigação de pagar a variação positiva da cotação da ação, acrescidas de todos os proventos aplicáveis (swap de retorno total ou *total return swap - TRS*).



A única diferença econômica entre as duas estruturas está no fato que, no TRS, a companhia está exposta ao risco do CDI como custo financeiro da operação, enquanto, no Forward Sintético, o custo final está pré-fixado pelos *strikes* em relação a preço inicial do papel.

Por força do disposto no artigo 7º-C, § 1º, inciso II, a exposição comprada decorrente das duas alternativas será computada para fins dos limites ali previstos.

Contudo, a estratégia de se fazer a compra via uma estrutura “sintética” de compra de call e venda de put, sem considerar o efeito econômico líquido, embora permita o mesmo efeito econômico de exposição do que o TRS na ponta comprada da ação, gera contagens completamente diferentes entre si para fins de compra no programa de recompra considerando a regra atual.

Embora, no Forward Sintético, o efeito econômico líquido da posição comprada na call com a posição vendida na Put sempre será igual a 1 (uma) ação comprada, o efeito na contagem é a “compra” de duas vezes a mesma quantidade pela companhia.

A consequência disso é de que a regulamentação acaba por incorporar um desincentivo às estratégias que envolvem opções, as quais podem gerar um benefício de gestão de risco maior do que uma estrutura de TRS, pois trazem maior flexibilidade de estratégias a gestão de risco em programas de recompra e/ou incentivo a seus administradores.

Além disso, em se tratando da aquisição de ações por meio de derivativos de liquidação física, deveria ser possível compensar as posições futuras da companhia, representadas pela exposição comprada às ações da própria companhia, pois essa exposição representa a quantidade que a companhia terá direito de efetivamente deter em tesouraria no vencimento de todos os instrumentos de derivativos. No entanto, a compensação deve ser limitada de forma que a companhia fique impedida de compensar a posição futura vendida em instrumentos de derivativos com a quantidade de ações detidas à vista. Assim, não será possível ultrapassar o limite máximo imposto por este artigo simplesmente por meio da compensação entre as diferentes posições.

Ademais, considerando outras as limitações de não compensação entre exposições na Resolução CVM 44, a qual reiteramos os comentários da ANBIMA sobre o tema na consulta pública da referida resolução³⁴, e na Resolução CVM nº 215, de 29 de outubro de 2024, referente a limites de OPA, existem salvaguardas adicionais que já trazem transparência, segurança e limites ao que a companhia poderia realizar de recompra sem informar ao mercado. No mesmo sentido, a CVM dispõe de acesso às bases de

³⁴ Importante considerar o item 15 dos comentários da ANBIMA na CP SDM 1/2025, os quais aqui reiteramos.



dados dos mercados de balcão organizado e poderia obter informações sobre as respectivas posições uma a uma.

Por fim, conforme nossa sugestão para o art. 4º acima, o relatório de auditor independente relacionado às informações financeiras trimestrais cuja data-base seja imediatamente posterior à contratação da operação deve incluir a avaliação acerca do cumprimento do disposto neste artigo pela companhia. Esta, dentre outras medidas possíveis, seria uma forma de mitigar qualquer eventual preocupação da CVM com a supervisão das disposições regulatórias, caso acatado o nosso pleito. Estamos à disposição dessa D. CVM para aprofundar a discussão do assunto.

c. Consolidação de Sugestões e Redação Final Proposta

Diante dos comentários acima, sugere-se a seguinte redação consolidada para o dispositivo em questão:

“Art. 7º-C As aquisições, por companhia aberta, de ações de própria emissão devem observar cumulativamente os seguintes limites: (...)

§ 1º Para fins de apuração dos limites do caput, equiparam-se a aquisições de ações de própria emissão pela companhia: (...)

II – ~~a celebração, pela própria companhia, suas coligadas ou controladas, de instrumentos derivativos~~ exposição econômica positiva (“long”) às ações de emissão da companhia que resultar da compensação entre contratos derivativos celebrados, pela companhia, suas coligadas ou controladas que prevejam liquidação por meio da entrega de ações que confirmam, respectivamente, exposição econômica positiva (“long”) e negativa (“short”) às ações de emissão da companhia, ~~independentemente de tais instrumentos derivativos preverem liquidação financeira ou por meio da entrega de ações.~~

§ 2º Para fins de apuração dos limites do caput, não são computados:

~~I – a celebração e o encerramento de instrumentos derivativos que confirmam exposição econômica negativa (“short”) às ações de emissão da companhia; e~~

~~II – o encerramento de instrumentos derivativos celebrados pela própria companhia, suas coligadas ou controladas que confirmam exposição econômica positiva (“long”) às ações de emissão da companhia, quando a liquidação ocorrer por meio da entrega de ações.~~

§ 3º Para fins de apuração dos limites do caput, são computados como fatores que aumentam a capacidade de realização de aquisições: (...)

~~III – o encerramento de instrumentos derivativos que confirmam exposição econômica positiva (“long”) às ações de emissão da companhia, quando a liquidação ocorrer sem a entrega de ações.”~~

6) Novo Limite Geral Anual:



Sobre o questionamento acerca do cabimento de inclusão de um limite anual, adicionalmente ao limite de 12% proposto, entende-se que a dinâmica atualmente existente de aquisição até o limite de ações em circulação atende bem às necessidades relativos ao uso do mecanismo de recompra e são mais adequadas à dinamicidade do mercado de capitais brasileiro e às múltiplas situações que podem se apresentar.

Adicionalmente, no que se refere à liquidez, acredita-se que as limitações existentes e as outras propostas do Edital preveem uma proteção adequada. Neste sentido, prevê-se um cuidado adicional de proteção ao investidor por meio da inclusão da exigência de manutenção de, no mínimo, 15% das ações em circulação (inciso II do artigo 7º-C).

Em relação ao estudo do AIR entendemos ser importante que suas considerações sejam colocadas em perspectivas atuais para melhor avaliação das condições de mercado. Além disso, não identificamos situação específica que demande a introdução de novo limite geral para a negociação de ações próprias. Neste sentido, quanto ao questionamento do edital, entendemos que os limites propostos já endereçam as preocupações indicadas.

7) Prazo de Adaptação:

Com vistas à implementação dos controles necessários para o cumprimento do disposto na nova norma proposta por essa D. CVM, inclusive mediante adaptação de softwares proprietários e discussão com terceiros prestadores de serviço, sugere-se que a norma entre em vigor em 3 meses contados de sua publicação.

III. Considerações finais

Sendo o que nos cumpria para o momento, agradecemos, desde já, a apreciação das considerações apresentadas e, contando com a habitual atenção na avaliação das ponderações, permanecemos à disposição para esclarecimentos adicionais que sejam necessários.

Atenciosamente,



Eric André Altafim

Diretor da ANBIMA e Presidente do Fórum de Negociação da ANBIMA

Rafael Abujamra Kappaz

Vice-presidente do Fórum de Negociação da ANBIMA





← Escaneie para realizar a validação das assinaturas

Algoritmo

SHA-256 with RSA

Hash do documento original

n0V5oOx8qlmv5ju7skUmZ0LjMMBBZXTkWJL9Cyky5R8

Assinaturas	Data das assinaturas	Complemento
Assinado Eletronicamente por: Eric André Altafim E-mail: eric.altafim@itaubba.com Papel: Assinante Representação: ANBIMA Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais	19/12/2025 às 15:24:04	IP 200.196.153.16, 104.22.10.70
Assinado Eletronicamente por: Rafael Abujamra Kappaz E-mail: rkappaz@santanderam.com Papel: Assinante Representação: ANBIMA Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais	19/12/2025 às 16:59:31	IP 200.205.83.129,24.239.168.83, 172.69.39.40 Latitude:-23.5909 Longitude:-46.6907

Para realizar a validação de assinaturas, acesse:<https://esign.portaldedocumentos.com.br/validar-assinaturas>
e digite o código de validação: NLFP8EZU864V