

À

**COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS**

**Superintendência de Desenvolvimento de Mercado – SDM**

E-mail: [audpublicaSDM0620@cvm.gov.br](mailto:audpublicaSDM0620@cvm.gov.br)

At.: Srs. Marcelo Barbosa, Gustavo Machado Gonzalez e Antonio Carlos Berwanger

Ref.: Audiência Pública SDM nº 6/2020

Prezados Senhores,

Seguem nossos comentários e sugestões à minuta de resolução objeto da Audiência Pública SDM nº 6/2020 (“Minuta”), propondo alterações na Instrução CVM nº 358, de 03 de janeiro de 2002.

A fim de facilitar a visualização, todas as sugestões de inclusões feitas no texto da Minuta estão sublinhadas e destacadas em [azul](#), enquanto as sugestões de exclusões foram identificadas por um taxado simples e destacadas em **vermelho**.

Por fim, parabenizamos esta d. Comissão de Valores Mobiliários por abrir espaço para que os participantes se manifestem sobre a Minuta.

Atenciosamente,

**Barbosa, Müssnich, Aragão Advogados**

## CONSIDERAÇÕES INICIAIS SOBRE AS PRESUNÇÕES DO ART. 13 DA MINUTA

O atual art. 13 da Instrução CVM nº 358/02 tem sido interpretado reiteradamente pelas decisões do Colegiado, como uma inversão do ônus da prova, no sentido de que aquele que tenha acesso à informação relevante negociou o valor mobiliário em razão da informação em que tinha acesso, para evitar perda ou obter ganho.

Reconheça-se, inicialmente, que a redação não é livre de dúvidas e por isso pode ser aperfeiçoada, a despeito do fato de que as decisões da CVM já têm dado a correta interpretação ao dispositivo, não obstante a sua redação.

Portanto, é meritória a intenção da CVM de buscar aperfeiçoar a redação.

Entretanto, a redação proposta, a nosso ver, sem prejuízo de sua melhor intenção, acaba por não resolver a questão da redação atual do art. 13 e trará complexidades adicionais e por isso merece especial atenção desta CVM.

Isso porque a redação a um só tempo cria, pelo mesmo fato, não uma única presunção, mas 3 presunções. Presunções estas que podem, pela redação da minuta submetida para audiência pública, ser inclusive cumuladas.

Não se questiona, nesta quadra da história da CVM, a possibilidade de a CVM condenar o uso de informação privilegiada com base de indícios, considerando a livre apreciação da prova e o seu convencimento no caso concreto, à luz das circunstâncias específicas. No entanto, positivar numa instrução pelo mesmo fato três presunções, admitindo-se, ainda, a sua cumulação, é muito mais do que permitir o uso de indícios, é permitir a acusação e eventualmente a condenação sem prova e sem qualquer ônus probatório.

Com efeito, o novo art. 13 proposto pela Minuta elenca situações em que a CVM, a princípio, poderá considerar demonstrados, sem dilações probatórias adicionais, por um único fato a existência de informação relevante (presunção de relevância), o acesso à informação privilegiada (presunção de acesso) e o uso da informação privilegiada em negociações (presunção de uso).

Nesse sentido, a Minuta propõe a substituição do atual art. 13 da Instrução CVM nº 358/02 por um comando que enuncie claramente que a CVM poderá se valer das seguintes presunções:

- i) que a pessoa que negocia valores mobiliários dispondo de informação

relevante ainda não divulgada faz uso de tal informação na referida negociação;

- ii) que acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, e a companhia em relação aos negócios com ações de própria emissão têm acesso a toda informação relevante ainda não divulgada a respeito da companhia em que atuam;
- iii) que as pessoas listadas no item acima, bem como aqueles que tenham relação comercial, profissional ou de confiança com a companhia que possuam informação relevante ainda não divulgada, sabem que se trata de informação privilegiada;
- iv) que o administrador que se afasta da companhia dispondo de informação relevante e ainda não divulgada se vale de tal informação caso negocie valores mobiliários emitidos pela companhia no período de 6 (seis) meses contados do seu desligamento;
- v) que são relevantes as informações acerca de operações de incorporação, cisão total ou parcial, fusão, transformação, ou qualquer forma de reorganização societária ou combinação de negócios, mudança no controle da companhia, inclusive através de celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas, decisão de promover o cancelamento de registro da companhia aberta ou mudança do ambiente ou segmento de negociação das ações de sua emissão, a partir do momento em que há intenção de que sejam realizadas; e
- vi) que são relevantes as informações acerca do pedido de recuperação judicial ou extrajudicial e de falência efetuados pela própria companhia, a partir do momento em que há intenção de realizá-lo.

Ou seja, o novo art. 13 proposto pela Minuta parte de situações hipotéticas que, em princípio, poderiam consistir indícios de relevância, indícios de acesso ou indícios de uso, para transformar essas hipóteses em presunção de relevância, presunção de acesso ou presunção de uso. Parte-se da dúvida razoável para a certeza – ainda que relativa (inciso I, do § 2º) –, sem que órgão acusador, no caso, as áreas técnicas desta d. Autarquia, precisem realizar dilações probatórias adicionais indo muito além de uma inversão do ônus da prova. E o quadro fica ainda mais preocupante quando se autoriza que tais presunções sejam utilizadas de forma combinada (inciso II, do § 2º).



Não se pretende negar que os indícios possuem valor probatório. No entanto, não é qualquer indício que tem a capacidade de fundamentar uma condenação (e nem uma acusação, na verdade). E, por outro lado, a suposta existência de um indício não pode ensejar a ausência de investigação por parte da Acusação, que é o que se estimula com a utilização de presunções.

Não basta, para se formular acusações, juntar diversas presunções, sem qualquer tipo de investigação de fatos que delas retirariam validade. Ainda mais quando se trata do ilícito de *insider trading*, uma acusação que inclusive possui repercussão criminal, com a expedição de ofício ao Ministério Público.

A definição legal de indício, como prova indiciária, contida no art. 239 do Código de Processo Penal, deixa muito clara a necessidade de haver uma circunstância conhecida e provada que autorize, por dedução, a existência de outras circunstâncias:

“Art. 239. Considera-se indício a circunstância conhecida e provada, que, tendo relação com outro fato, autorize, por indução, concluir-se a existência de outra ou outras circunstâncias”.

Portanto, a mera plausibilidade teórica de que determinada situação ocorra ou tenha ocorrido não autoriza nem acusação, que dirá condenação. Daí porque já advertiu Fábio Konder Comparato que:

“Por aí se vê que a presunção indiciária não é, propriamente, uma prova, mas um juízo dedutivo a partir de fatos provados. Se se tratasse de prova, ela poderia servir, em matéria penal, à construção de acusações puramente conjecturais, em grave atentado à liberdade individual. Por exemplo: todo criminoso costuma ocultar a arma do crime; a arma utilizada na tentativa de homicídio não foi encontrada; logo, o indiciado a escondeu.

(...)

**Seria, com efeito, insuportável despautério que alguém pudesse ser denunciado criminalmente pela prática de um fato supostamente ocorrido: um homicídio sem cadáver, um furto sem a prova da subtração de coisa móvel, uma bigamia sem prova da celebração de novo casamento.** Por isso mesmo, o Código de Processo Penal exige que a denúncia ou queixa contenha "a exposição do fato criminoso, com todas as suas circunstâncias" (art. 41). **Sobre a ocorrência do crime não pode subsistir dúvida alguma, sendo claramente inepta a peça acusatória que se fundasse não em fato provado e indiscutível, mas em simples conjecturas.** (COMPARATO, Fábio Konder. Direito Público: Estudos e Pareceres. São Paulo: Saraiva, 1996. pp. 256 e 257) (grifou-se)

A essa mesma conclusão chegou o Colegiado desta d. CVM, ao decidir o Processo Administrativo Sancionador nº 09/04, ocasião em que o seu Relator, Diretor Pedro Marcilio de Souza afirmou:

“71. A coerência e plausibilidade da teoria da acusação, no entanto, não são suficientes para sancionar a conduta de qualquer pessoa em um Estado de Direito. Faz-se necessário comprovar a teoria, não pela simples demonstração do resultado das operações ou pela demonstração de que a performance dos indiciados diminuiu substancialmente após a saída do indiciado Bernardo Clemente da sociedade para qual trabalhava, como fez a acusação, mas a partir de provas admitidas em direito. A COERÊNCIA ENTRE O RESULTADO OBTIDO E O MODUS OPERANDI PRESSUPOSTO PELA ACUSAÇÃO APENAS DEMONSTRA A COERÊNCIA DE SUA TESE, MAS NÃO A COMPROVA. Inexistentes esses resultados, a teoria não seria nem mesmo crível. Por esse motivo, o fato de os outros indiciados que teriam se beneficiado dessa especificação "não conforme" das ordens serem pessoas necessárias à implementação dessa especificação vai ao encontro da tese da acusação, mas também não é prova.”. (Voto do então Diretor Pedro Oliva Marcilio de Sousa no PAS 09/04, j. 20.06.2006) (grifou-se)

E ao decidir o PAS 22/94, ocasião em que o então Diretor Luiz Antonio Campos foi acompanhado no seguinte entendimento:

“Como me parece que não existiu, ou ao menos não restou comprovada a irregularidade apontada pela Comissão de Inquérito, absolvo todos os indiciados das imputações de prática não eqüitativa e manipulação de preços.

“(…) Todavia, o ponto fundamental para este tipo de questão, em tese, é que não basta qualquer indício; a existência de qualquer indício não é suficiente para ensejar a condenação. Há que se diferenciar o indício da prova indiciária, eis que, de fato, **o mero indício não autoriza a condenação, mas tão-somente a prova indiciária, quando representada por indícios múltiplos, veementes, convergentes e graves, que autoriza uma conclusão robusta e fundada acerca do fato** que se quer provado, respeitado, naturalmente, o princípio do livre convencimento do Juiz.”

(Voto do então Diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos no PAS 22/94, j. 15.04.2004) (grifou-se)

E, ainda, ao decidir o PAS 2002/2405, também acompanhando voto daquele Diretor:

“(…) A questão é, portanto, do ponto de vista material e processual, absolutamente gasosa, no sentido de não ter qualquer concretude, mas apenas, com o devido respeito, conjecturas.

‘**A mera plausibilidade teórica de que determinada situação ocorra ou tenha ocorrido não autoriza nem acusação, que dirá condenação. E a só lembrança dessa situação causa arrepios, pois todo o esforço do Estado de Direito é para se evitar possibilidades deste jaez, cujos resultados são conhecidos e deram origem, não faz tanto tempo assim, a episódios que a história prefere esquecer, como gulags e que tais.**

‘(…)

‘**E neste pedaço, imediatamente recordo-me da propositura de Arquimedes, que dizia: dá-me um ponto de apoio e uma alavanca que eu levantarei o mundo. Diria então Arquimedes, em situação como a presente: dê-se a alguém o direito de realizar conjecturas e presumir, que se condenará quem quiser.**

Ninguém poderá estar tranqüilo, mesmo o mais honesto dos homens, porque, se for escolhido – ou mesmo sorteado – como alvo de conjecturas e presunções, será condenado. Felizmente isso não é a verdade, pelo menos à luz do processo administrativo, porque aqui se cuida essencialmente de um processo de natureza disciplinar e, como é já assentado em toda e qualquer doutrina em que se cuidou do assunto, nesse tipo de processo é fundamental a existência de provas.

‘As perplexidades e dificuldades que envolvem a aceitação de indícios como elementos suficientes a amparar uma condenação estão centradas no juízo de certeza que se exige para condenar e no princípio in dubio pro reo.

‘Portanto, todo o esforço da doutrina e da jurisprudência que aceitam a condenação com base em indícios dirigiu-se para cercar a utilização de indícios da necessária segurança, como forma de conciliá-lo com o juízo de certeza e a presunção de inocência; e de se acautelarem contra certos voluntarismos e evitar desvios de raciocínio.

(...)

‘Portanto, sempre que a questão não seja estreme de dúvidas e que dos fatos possam decorrer mais de uma explicação ou interpretação, não se pode, sob pena de afronta a regras legais e constitucionais, adotar aquela que é mais prejudicial ao acusado, afastando-se as hipóteses que lhe seriam mais benéficas, notadamente quando se trata de processo baseado exclusivamente em indícios.

(...)

‘Em função destes fatos, tanto a doutrina quanto a jurisprudência já apontaram que os indícios devem ser examinados com redobrada cautela, porque, muitas vezes, sob o pretexto de haver indícios, há apenas conjecturas, suspeitas, suposições, juízos preconcebidos, preconceitos, mas que não encontram respaldo nas provas dos autos.

(...)” (Voto Vencedor do então Diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos, no PAS 2002/2405, j. 09.10.2003) (grifou-se)

O Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional – CRSFN, ao julgar o Recurso 8253, fundamentou sua decisão de absolvição justamente porque os indícios apresentados no processo “*não se robusteceram com provas que os tirassem da dimensão hipotética*”, como se vê do trecho do voto vencedor do conselheiro Johan Albino Ribeiro, abaixo transcrito:

“Não me convenci de que houve o uso de informação privilegiada. O Sr. Walter Appel não participou diretamente das negociações junto ao consórcio de privatização da COPEL, portanto não estaria caracterizado o chamado insider direto. Para o insider indireto teria que haver uma prova mais efetiva, como, aliás, foi o entendimento da CVM, com relação aos demais indiciados, absolvidos por falta de provas.

No entender da CVM, fortes indícios, como a proximidade dos locais de trabalho do Sr. Walter Appel e do Sr. Venilton Tadini, ou o fato de que a cada 15 dias o Sr. Walter Appel se reunia com todas as áreas do Grupo Fator, inteirando-se de todos os assuntos, teriam sido suficientes para justificar a decretação do uso da informação privilegiada. **Mas esses dados estão no plano conjectural e não se robusteceram com provas que os tirassem da dimensão hipotética.**” (grifou-se)

Como visto acima, doutrina e jurisprudência caminham para a conclusão de que não é qualquer indício que autoriza a condenação e, mais ainda, nem mesmo a pluralidade de indícios necessariamente autoriza a condenação. A experiência jurídica cuidou de qualificar a condenação com base em indícios e, para tanto, passou a exigir que, para ensejar a condenação, os indícios devem ser graves, plurais, convergentes e concludentes.

Este tem, inclusive, sido o entendimento desta e. Autarquia, que em processos que trataram do ilícito de *insider trading*, absolveu os acusados justamente diante de uma dúvida razoável:

“68. Mesmo que, por um lado, não se possa afirmar, categoricamente, que o Acusado não tenha tido intenção de se antecipar a um movimento de queda na cotação das Ações, previsível diante da inquestionável relevância da informação que ainda não havia sido divulgada ao mercado; por outro lado, por todas as razões já apontadas, **remanesço com fundada dúvida acerca da configuração do elemento subjetivo do tipo neste caso.**

69. Assim, por todo o exposto, considerando o contexto fático-probatório trazido aos autos e sopesando os contraíndícios analisados, **não formo convicção em favor da tese acusatória, razão pela qual voto por sua absolvição, em homenagem ao princípio do *in dubio pro reo*.**” (Voto da Diretora Relatora Flávia Perlingeiro, no PAS SEI 19957.005966/2016-38, j. em 16.06.2020) (grifou-se)

\* \* \* \* \*

“125. Dito isto, **em que pesem os indícios considerados pela SEP como capazes de justificar a irregularidade das operações realizadas pelos Acusados, diante dos documentos constantes dos autos e dos contraíndícios apresentados pelas defesas, concluo não estar presente um dos requisitos fundamentais para a caracterização do ilícito**, sendo inclusive prejudicial a verificação dos demais, qual seja, a própria existência da informação privilegiada ao tempo em que realizadas as Aquisições.

126. Por isso, voto pela absolvição dos Acusados da infração de uso de informação privilegiada que lhes foi imputada.” (Voto da Diretora Relatora Flávia Perlingeiro, no PAS SEI nº 19957.002840/2015-21 (RJ2015/9443), j. em 04.06.2019) (grifou-se)

Nesse sentido, como não poderia deixar de ser, o Superior Tribunal de Justiça – STJ:

“A condenação com base em indícios somente terá lugar, conforme advertência da doutrina, quando a relação entre o fato demonstrado (residência na república de estudantes) e o fato que se infere (tráfico de drogas), **‘seja tão certo e evidente de modo a não ser possível uma conclusão diversa daquela que se chega’.**” (HC 8.928/SP – Relator: Min. Fernando Gonçalves 532 – grifou-se)

Como se vê, tanto a doutrina quanto a jurisprudência já apontaram que os indícios devem ser examinados com redobrada cautela, porque, parafraseando o voto do Diretor

Luiz Antonio Campos mais acima citado, muitas vezes, sob o pretexto de haver indícios, há apenas conjecturas, suspeitas, suposições, juízos preconcebidos, preconceitos, mas que não encontram respaldo nas provas dos autos.





COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS INSTRUÇÃO CVM Nº 358/02 (REDAÇÃO ATUAL)	COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS MINUTA DE RESOLUÇÃO CVM Nº [●]	COMENTÁRIOS / JUSTIFICATIVAS
<p>Dispõe sobre a divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas, disciplina a divulgação de informações na negociação de valores mobiliários e na aquisição de lote significativo de ações de emissão de companhia aberta, estabelece vedações e condições para a negociação de ações de companhia aberta na pendência de fato relevante não divulgado ao mercado, revoga a Instrução CVM nº 31, de 8 de fevereiro de 1984, a Instrução CVM nº 69, de 8 de setembro de 1987, o art. 3º da Instrução CVM nº 229, de 16 de janeiro de 1995, o parágrafo</p>	<p>Altera as Instruções CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002, e 607, de 17 de junho de 2019.</p>	<p>--</p>

<p>único do art. 13 da Instrução CVM nº 202, de 6 de dezembro de 1993, e os arts. 3º a 11 da Instrução CVM nº 299, de 9 de fevereiro de 1999, e dá outras providências.</p>		
<p><b>VEDAÇÕES À NEGOCIAÇÃO</b></p> <p>Art. 13. Antes da divulgação ao mercado de ato ou fato relevante ocorrido nos negócios da companhia, é vedada a negociação com valores mobiliários de sua emissão, ou a eles referenciados, pela própria companhia aberta, pelos acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, ou por quem quer que, em virtude de seu cargo, função ou posição na companhia aberta, sua controladora, suas controladas ou coligadas, tenha conhecimento da informação relativa ao ato ou fato relevante.</p> <p>§1º A mesma vedação aplica-se a quem quer que tenha conhecimento de informação referente a ato ou fato relevante, sabendo que se trata de</p>	<p><b>Uso Indevido de Informação Privilegiada</b></p> <p>Art. 13. É vedada a utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, mediante compra ou venda de valores mobiliários.</p> <p>§ 1º Para fins da caracterização do ilícito de que trata o <i>caput</i>, presume-se que:</p> <p>I – a pessoa que negociou valores mobiliários dispondo de informação relevante ainda não divulgada fez uso de tal informação na referida negociação;</p> <p><del>II – acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, e a própria companhia,</del></p>	<p><b>§ 1º, II:</b></p> <p>O <i>caput</i> do art. 13 atual exige a prova de acesso à informação relevante, não sendo suficiente a mera ocupação do cargo. Se há prova de acesso e há negociação, permite-se, então, por indução, concluir que a negociação se deu por conta da informação relevante, para evitar perda ou obter ganho. É isso o que se pretendeu e é essa a correta interpretação do atual art. 13.</p> <p>O atual art. 13, entretanto, não permite a conclusão de que quem ocupa os cargos e posições ali descritos tenham tido acesso a informação relevante não divulgada, como parece assumir a minuta, ao criar a presunção de acesso no inciso II do § 1º sugerido na Minuta. Esta conclusão não só é excessiva como é descolada da realidade.</p> <p>De fato, quem conhece a dinâmica das companhias e</p>

informação ainda não divulgada ao mercado, em especial àqueles que tenham relação comercial, profissional ou de confiança com a companhia, tais como auditores independentes, analistas de valores mobiliários, consultores e instituições integrantes do sistema de distribuição, aos quais compete verificar a respeito da divulgação da informação antes de negociar com valores mobiliários de emissão da companhia ou a eles referenciados.

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

§3º A vedação do *caput* também prevalecerá:

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

II – em relação aos acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores e membros do conselho de administração, sempre que estiver em

~~em relação aos negócios com valores mobiliários de própria emissão, têm acesso a toda informação relevante ainda não divulgada;~~

III – ~~as pessoas listadas no inciso II, bem como aqueles que tenham relação comercial, profissional ou de confiança com a companhia~~ acionistas, controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, e a própria companhia, em relação aos negócios com valores mobiliários de própria emissão, ao deterem informação relevante ainda não divulgada sabem que se trata de informação privilegiada;

IV – o administrador que se afasta da companhia dispondo de informação relevante e ainda não divulgada se vale de tal informação caso negocie valores mobiliários emitidos pela companhia no período de ~~6 (seis)~~ 3 (três) meses contados do seu desligamento;

V – são relevantes as informações acerca de operações de ~~incorporação, cisão total ou parcial, fusão, transformação, ou qualquer forma de~~

o fluxo de informação entre as pessoas e os órgãos societários sabe bem que uma tal presunção não pode existir, quanto mais da maneira ampla como proposta na Minuta. O acesso a informação variará muito em função do tipo e natureza da informação relevante, do momento específico, e das competências dos órgãos.

Exatamente por isso é que precisa haver a prova de acesso. Aliás, o que se tem em geral é que as companhias, na existência de uma informação relevante, restringem ao máximo o conhecimento e a disseminação desta informação entre as pessoas da companhia, inclusive integrantes de órgãos societários. Neste sentido, a informação é passada, por assim dizer, em uma *need to know basis*. Portanto, administradores, conselheiros não necessariamente têm conhecimento de informações relevantes e menos ainda ao mesmo tempo.

Dito isto, não é possível se criar uma presunção de acesso, inclusive porque o que justifica tanto a presunção quanto a prova indiciária é o fenômeno do *quod plerumque accidit* e a experiência prova justamente o contrário, isto é, que em muitas

curso a aquisição ou a alienação de ações de emissão da companhia pela própria companhia, suas controladas, coligadas ou outra sociedade sob controle comum, ou se houver sido outorgada opção ou mandato para o mesmo fim.

§ 4º Também é vedada a negociação pelas pessoas mencionadas no *caput* no período de 15 (quinze) dias que anteceder a divulgação das informações trimestrais (ITR) e anuais (DFP) da companhia, ressalvado o disposto no § 2º do art. 15-A.

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

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

~~reorganização societária ou combinação de negócios,~~ mudança no controle da companhia, inclusive através de celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas, decisão de promover o cancelamento de registro da companhia aberta ou mudança do ambiente ou segmento de negociação das ações de sua emissão, a partir do momento em que ~~há intenção de que sejam realizadas~~ sejam iniciados formalmente estudos ou análises relativos a tal operação; e

VI – são relevantes as informações acerca de pedido de recuperação judicial ou extrajudicial e de falência efetuados pela própria companhia, a partir do momento em que ~~há intenção de realizá-lo~~ sejam iniciados formalmente estudos ou análises relativos a tal pedido.

§ 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

II – podem, se for o caso, ser utilizadas de forma combinada.

informações relevantes vários administradores e ocupantes de órgãos societários não são envolvidos ou têm conhecimento.

Isto vai depender muito, como se disse, da natureza da informação e do momento e amadurecimento, e, portanto, não permite generalização e menos ainda a criação de uma presunção com tamanha amplitude.

### § 1º, III:

O mesmo se diga com relação à informação por supostos *insiders* secundários, na medida em que não necessariamente eles têm condições de avaliar se a informação é relevante ou não, dado que podem não conhecer a informação completa e menos ainda os efeitos que tem sobre a companhia, mais ainda, muitos destes sequer acompanham o desenvolvimento e os desdobramentos do fato a que a informação relevante se refere. Por isso não é adequado criar uma presunção de conhecimento da relevância da informação e de uso para estas pessoas sem outros elementos ou indícios, como está no inciso III.

de ações a administradores, empregados ou prestadores de serviços como parte de remuneração previamente aprovada em assembleia geral.

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

§ 3º As presunções previstas no § 1º não se aplicam aos casos de aquisição de ações que se encontrem em tesouraria, por meio de negociação privada, decorrente do exercício de opção de compra de acordo com plano de outorga de opção de compra de ações aprovado em assembleia geral, ou quando se tratar de outorga de ações a administradores, empregados ou prestadores de serviços como parte de remuneração previamente aprovada em assembleia geral.

§ 4º REVOGADO

§ 5º REVOGADO

§ 6º REVOGADO

§ 7º REVOGADO

**§ 1º, IV:**

Com relação à redação do inciso IV, sugerimos a diminuição pela metade do período de desligamento da companhia para que haja incidência da presunção sobre a negociação de ex-administrador com ações de emissão da companhia.

Hoje em dia é pouco provável que uma informação relevante ainda não divulgada, depois de 3 meses, continue sendo uma informação privilegiada.

**§ 1º, V:**

No inciso V, sugerimos a exclusão de trecho da redação, pois não é adequado presumir relevância nas operações de incorporação, cisão total ou parcial, fusão, transformação, ou qualquer forma de reorganização societária ou combinação de negócios. Muitas destas operações não têm nenhuma relevância, de que são exemplos as diversas operações de reorganização internas, como a incorporação de uma subsidiária integral, etc.

Criar esta presunção vai, inclusive, contra o sistema da Instrução CVM nº 358/02, dado que, o próprio parágrafo único do art. 2º ao exemplificar o rol de

possíveis fatos relevantes, deixa claro que os exemplos são de potenciais, na medida em que somente serão ou não fato relevante se atingir a definição do *caput* do art. 2º.

E é exatamente por isso que o atual art. 13, ao mencionar estas operações no § 3º, I, esclarece que a vedação deixa de existir com a divulgação do fato relevante, conforme referido no § 5º atual. Como, naturalmente, só haverá divulgação de fato relevante, se a operação, efetivamente, for relevante, está claro que a previsão do atual inciso I somente se aplica se a operação de reorganização imaginada configurar hipótese de fato relevante, que como se disse, não pode ser em razão do tipo de operação, mas sim apenas pelas consequências potenciais na decisão do investidor, conforme a definição do art. 2º *caput*.

Além disso, sugerimos ajuste de redação para que a presunção somente passe a incidir a partir do momento em que forem iniciados formalmente estudos ou análises relativos à operação.

A criação de um parâmetro objetivo traz mais segurança jurídica à norma, inclusive porque é difícil

dizer a partir de quando passa a haver a intenção de realizar a transação, sem que se tenha iniciado formalmente qualquer estudo ou análise relativos à operação.

A redação proposta na Minuta acaba criando uma presunção muito vaga, em prejuízo da segurança jurídica dos administrados.

**§ 1º, VI:**

Sugerimos ajuste de redação para que a presunção somente passe a incidir a partir do momento em que forem iniciados formalmente estudos ou análises relativos ao pedido de recuperação judicial ou extrajudicial ou ao pedido de falência efetuados pela própria companhia.

A criação de um parâmetro objetivo traz mais segurança jurídica à norma, inclusive porque é difícil dizer a partir de quando passa a haver a intenção de efetuar o pedido, sem que se tenha iniciado formalmente qualquer estudo ou análise relativos ao pedido.

A redação proposta na Minuta acaba criando uma presunção muito vaga, em prejuízo da segurança

<p>Art. 14. Caso tenha sido celebrado qualquer acordo ou contrato visando à transferência do controle acionário respectivo, ou se houver sido outorgada opção ou mandato para o mesmo fim, bem como se existir a intenção de promover incorporação, cisão total ou parcial, fusão, transformação ou reorganização societária, e enquanto a operação não for tornada pública por meio da divulgação de fato relevante, o conselho de administração da companhia não pode deliberar a aquisição ou a alienação de ações de própria emissão.</p>	<p>Art. 14. REVOGADO</p>	<p>jurídica dos administrados.</p> <p>--</p>
<p>--</p>	<p><b>Período vedado</b></p> <p><del>Art. 14 A. No período de 15 (quinze) dias que anteceder a data da divulgação das informações trimestrais (ITR) e anuais (DFP) da companhia, ressalvado o disposto no § 2º do art. 15 A e sem prejuízo do disposto no art. 13, a companhia, os acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de</del></p>	<p>Sugerimos a exclusão deste artigo, pois entendemos, com a devida vênia, que a CVM extrapola os limites de seu mandato legal (art. 8º, I, da Lei nº 6.385/76)<sup>1</sup> ao criar uma hipótese vedação absoluta à negociação de valores mobiliários, mesmo não havendo utilização de informação relevante ainda não divulgada com a finalidade de auferir vantagem no mercado de valores mobiliários, conforme previsto na Lei nº</p>

<sup>1</sup> “Art. 8º Compete à Comissão de Valores Mobiliários:

I - regulamentar, com observância da política definida pelo Conselho Monetário Nacional, as matérias expressamente previstas nesta Lei e na lei de sociedades por ações;”



~~quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária não poderão efetuar qualquer operação, por conta própria ou por conta de terceiros, direta ou indiretamente, com os valores mobiliários de emissão da companhia, ou a eles referenciados, independentemente do conhecimento, por tais pessoas, do conteúdo das informações trimestrais (ITR) e anuais (DFP) da companhia.~~

~~§ 1º A proibição de que trata o caput independe da avaliação quanto à existência de informação relevante pendente de divulgação ou da intenção em relação à negociação.~~

6.404/76 (§§ 1º a 4º, do art. 155)<sup>2</sup>. Dessa forma, por não encontrar respaldo na lei, tal sugestão normativa viola o princípio constitucional da reserva legal, segundo o qual ninguém pode ser impedido de fazer ou deixar de fazer algo, senão em virtude de lei (art. 5º, II, da CRFB/88)<sup>3</sup>.

<sup>2</sup> “Art. 155 *Omissis*.”

§ 1º Cumpre, ademais, ao administrador de companhia aberta, guardar sigilo sobre qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada para conhecimento do mercado, obtida em razão do cargo e capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários, sendo-lhe vedado valer-se da informação para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários.

§ 2º O administrador deve zelar para que a violação do disposto no § 1º não possa ocorrer através de subordinados ou terceiros de sua confiança.

§ 3º A pessoa prejudicada em compra e venda de valores mobiliários, contratada com infração do disposto nos §§ 1º e 2º, tem direito de haver do infrator indenização por perdas e danos, a menos que ao contratar já conhecesse a informação.

§ 4º É vedada a utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários.

<sup>3</sup> “Art. 5º Todos são iguais perante a lei, sem distinção de qualquer natureza, garantindo-se aos brasileiros e aos estrangeiros residentes no País a inviolabilidade do direito à vida, à liberdade, à igualdade, à segurança e à propriedade, nos termos seguintes:

(...)

II - ninguém será obrigado a fazer ou deixar de fazer alguma coisa senão em virtude de lei;”

	<p><del>§ 2º A contagem do prazo referido no caput deve ser feita excluindo-se o dia da divulgação, porém os negócios com valores mobiliários só podem ser realizados nesse dia após a referida divulgação.</del></p>	
<p>Art. 15-A. Os acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, ou por quem quer que, em virtude de seu cargo, função ou posição na companhia aberta, sua controladora, suas controladas ou coligadas, tenha conhecimento da informação relativa ao ato ou fato relevante, poderão formalizar planos individuais de investimento regulando suas negociações com ações de emissão da companhia.</p> <p>§ 1º Os planos de investimento referidos no <i>caput</i> poderão permitir a negociação de ações de emissão da companhia nos períodos previstos no <i>caput</i> e nos §§ 1º a 3º do art. 13, desde que:</p> <p>I – sejam formalizados por escrito perante o Diretor de Relações com Investidores antes da</p>	<p>Art. 15-A. Todo aquele que tem relação com uma companhia aberta que lhe torne potencialmente sujeito às presunções de que trata o § 1º do art. 13 pode formalizar plano individual de investimento ou desinvestimento regulando suas negociações com valores mobiliários de emissão da companhia com o objetivo de afastar a aplicabilidade daquelas presunções.</p> <p>§ 1º O plano de investimento ou desinvestimento deve:</p> <p>I – ser formalizado por escrito;</p> <p>II – ser passível de verificação, inclusive no que diz respeito à sua instituição e à realização de qualquer alteração em seu conteúdo;</p> <p>III – estabelecer, em caráter irrevogável e irretratável, as datas ou eventos e os valores ou quantidades dos negócios a serem realizados pelos participantes; e</p>	<p><b>§ 2º:</b></p> <p>O § 2º do art. 15-A traz uma complexidade. É que o inciso I exige que a companhia tenha aprovado cronograma com datas para divulgação de ITRs e DFP. No entanto, considerando que o plano de investimentos pode e talvez deva abranger mais de um exercício social, entendemos que seria impossível se aplicar tanto a hipótese do inciso I quanto a do inciso II, uma vez que as companhias não aprovam cronograma abrangendo mais de um exercício social.</p> <p><b>§ 4º, II:</b></p> <p>Sugerimos ajuste da redação do inciso II do § 4º, para permitir que o conselho de administração delegue a um comitê ou outro órgão de assessoramento da companhia a função de verificar, ao menos semestralmente, a aderência das negociações</p>

<p>realização de quaisquer negociações;</p> <p>II – estabeleçam, em caráter irrevogável e irretratável, as datas e os valores ou quantidades dos negócios a serem realizados pelos participantes; e</p> <p>III – prevejam prazo mínimo de 6 (seis) meses para que o próprio plano, suas eventuais modificações e cancelamento produzam efeitos.</p> <p>§ 2º Os planos de investimento referidos no <i>caput</i> poderão permitir a negociação de ações de emissão da companhia nos períodos previstos no § 4º do art. 13, desde que, além de observado o disposto no § 1º:</p> <p>I – a companhia tenha aprovado cronograma definindo datas específicas para divulgação dos formulários ITR e DFP; e</p> <p>II – obriguem seus participantes a reverter à companhia quaisquer perdas evitadas ou ganhos auferidos em negociações com ações de emissão da companhia, decorrentes de eventual alteração nas datas de divulgação dos formulários ITR e DFP, apurados através de critérios razoáveis definidos no próprio plano.</p> <p>§ 3º É vedado aos participantes:</p>	<p>IV – prever prazo mínimo de 2 (dois) meses para que o próprio plano, suas eventuais modificações e cancelamento produzam efeitos.</p> <p><del>§ 2º Os planos de investimento ou desinvestimento instituídos pelas pessoas referidas no art. 14 A poderão permitir a negociação de valores mobiliários de emissão da companhia no período previsto naquele artigo, desde que, além de observado o disposto no § 1º:</del></p> <p><del>I – a companhia tenha aprovado cronograma definindo datas específicas para divulgação dos formulários ITR e DFP; e</del></p> <p><del>II – obriguem seus participantes a reverter à companhia quaisquer perdas evitadas ou ganhos potenciais auferidos em negociações com valores mobiliários de emissão da companhia, decorrentes de eventual alteração nas datas de divulgação dos formulários ITR e DFP, apurados através de critérios razoáveis e passíveis de verificação definidos pelo próprio plano.</del></p> <p>§ 3º É vedado aos participantes:</p> <p>I – manter simultaneamente em vigor mais de um plano de investimento ou desinvestimento; e</p>	<p>realizadas pelos participantes sujeitos à política de negociação aos planos de investimento ou desinvestimento por eles formalizados. Sendo que, nesse caso, tal órgão deverá reportar o resultado das verificações periodicamente ao conselho de administração.</p> <p>Entendemos que o conselho de administração deve estar focado em questões estratégicas da companhia, de modo que esse tipo de acompanhamento periódico pode ser feito por outro órgão da companhia, sendo o conselho informado periodicamente do resultado das verificações.</p>
--	---	--

I – manter simultaneamente em vigor mais de um plano de investimento; e

II – realizar quaisquer operações que anulem ou mitiguem os efeitos econômicos das operações a serem determinadas pelo plano de investimento.

§ 4º O conselho de administração deverá verificar, ao menos semestralmente, a aderência das negociações realizadas pelos participantes aos planos de investimento por eles formalizados.

§ 5º O uso da prerrogativa prevista neste artigo deverá ser divulgado na política de negociação da companhia.

II – realizar quaisquer operações que anulem ou mitiguem os efeitos econômicos das operações a serem determinadas pelo plano de investimento ou desinvestimento.

§ 4º A adoção de plano de investimento ou desinvestimento pela companhia aberta, pelos acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária dependerá de autorização na política de negociação aprovada pela companhia, que deverá, necessariamente exigir que:

I – o plano seja formalizado por escrito perante o Diretor de Relações com Investidores;

II – o conselho de administração verifique, ao menos semestralmente, a aderência das negociações realizadas pelos participantes sujeitos à política de negociação aos planos de investimento ou desinvestimento por eles formalizados, [podendo o conselho delegar tal função a um comitê ou outro órgão de assessoramento da companhia, hipótese em que tal órgão deverá reportar o resultado das](#)

	<u>verificações periodicamente ao conselho de administração.</u>	
--	<p>Art. 16. ....</p> <p>.....</p> <p>§ 3º O disposto neste artigo se aplica somente às companhias que atendam cumulativamente os seguintes requisitos:</p> <p>I – estejam registradas na categoria A;</p> <p>II – tenham sido autorizadas por entidade administradora de mercado à negociação de ações em bolsa de valores; e</p> <p>III – com relação às quais haja ações em circulação, assim consideradas as ações da companhia, com exceção das de titularidade do controlador, das pessoas a ele vinculadas, dos administradores da companhia e daquelas mantidas em tesouraria.</p>	--
Art. 20. As vedações e obrigações de comunicação estabelecidas nesta Instrução: .....	Art. 20. As presunções, vedações e obrigações de comunicação estabelecidas nesta Instrução: .....	--
Art. 24. A aprovação da política de divulgação de ato ou fato relevante e dos procedimentos da companhia aberta previstos no art. 16 deverá ser	Art. 24. REVOGADO	--

efetivada em até sessenta dias após a entrada em vigor da presente Instrução.		
Art. 25. As pessoas referidas no art. 11 estarão obrigadas a realizar as comunicações ali previstas após o decurso do prazo indicado no artigo anterior.	Art. 25. REVOGADO	--