

Rio de Janeiro, 13 de novembro de 2020.

À
Comissão de Valores Mobiliários – CVM
Superintendência de Desenvolvimento de Mercado

Ref.: Edital de Audiência Pública SDM nº 06/2020

Prezados Senhores,

Cumprimentamos essa Comissão pela iniciativa de aprimorar o regime regulatório estabelecido pela Instrução CVM nº 358/02, no que diz respeito às hipóteses de vedação ao uso indevido de informações privilegiadas, aos planos de investimento, à instituição de hipótese de vedação autônoma à negociação de valores mobiliários, bem como à obrigatoriedade da política de divulgação de informações (“Minuta”).

A fim de contribuir no processo de discussão da norma, submetemos a presente manifestação, que tem por objeto dois aspectos da Minuta.

I - PROPOSTA DE ALTERAÇÃO DO ARTIGO 13, § 1º, DA INSTRUÇÃO CVM Nº 358/02

Presunção de Acesso à Informação Relevante

1. De acordo com o Edital de Audiência Pública nº 06/2020 (“Edital”), a Minuta propõe *“conformar o texto da norma à interpretação a ele dada pelo Colegiado da CVM”*, de modo que a regulamentação passe a prever expressamente *“situações em que a CVM, a princípio, poderá considerar demonstrados, sem dilações probatórias adicionais, 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)”*.

2. Embora não se ignore a existência de precedentes em que o Colegiado da CVM reconheceu a presunção de acesso à informação relevante não divulgada por *insiders* primários, pretende-se com esta manifestação aproveitar a oportunidade da audiência

pública para se refletir sobre a conveniência de incorporar tal presunção à Instrução CVM nº 358/02.

3. Em relação ao elemento doloso do ilícito administrativo, a presunção de uso da informação privilegiada com o objetivo de auferir vantagem em negociações feitas em mercado é perfeitamente justificável, considerando a dificuldade em se provar o elemento subjetivo da conduta vedada.

4. Todavia, a despeito do posicionamento que vem sendo adotado pelo Colegiado da CVM, essa dificuldade probatória não parece se verificar em relação ao conhecimento da informação relevante.

5. Em primeiro lugar, é necessário reconhecer que o uso cada vez mais intenso de ferramentas tecnológicas para a transmissão de informações, como e-mails, mensagens em aplicativos e outras modalidades, permite o rastreamento do acesso a informações relevantes por quem tenha negociado com valores mobiliários, e, portanto, a obtenção de evidências do conhecimento de informações privilegiadas.

6. Adicionalmente, qualquer das pessoas referidas no art. 9º, inciso I, alíneas 'a' a 'g', da Lei nº 6.385/76, quando eventualmente saiba ou tenha evidências de que alguém que negociou com valores mobiliários teve acesso a informações relevantes da companhia emissora, está obrigada a prestar as informações e apresentar os documentos ou quaisquer outras evidências que tenham sido solicitadas pela CVM, sob pena de incorrer no ilícito de embaraço à fiscalização, previsto no art. 1º, parágrafo único, da Instrução CVM nº 491/11.

7. Em segundo lugar, é pacífico o entendimento do Colegiado da CVM de que a prova necessária para a caracterização do ilícito pode ser indiciária, dispensando-se a prova direta do acesso à informação privilegiada, desde que exista um conjunto de indícios robustos e convergentes, indicando que aquele que negociou no mercado de valores mobiliários tinha conhecimento de algum fato relevante ainda não divulgado ao mercado, podendo ainda ser presumida a intenção de obter vantagem indevida com aquela negociação.

8. Em outras palavras, as ferramentas disponíveis à CVM para a apuração do ilícito de *insider trading* são suficientes para a verificação desse requisito específico do tipo, isto é, o acesso por aquele que negociou (independentemente de ser *insider* primário ou

secundário) a uma informação relevante ainda não divulgada ao mercado, não se justificando a adoção da presunção relativa proposta na Minuta.

9. Por outro lado, a presunção de que **todas** aquelas pessoas indicadas no inciso II do art. 13, § 1º, da Minuta — isto é, “*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*” — implica a imposição, ao acusado ou investigado, do ônus de demonstrar que **não tinha** conhecimento de informação relevante quando negociou no mercado de valores mobiliários. E, como se sabe, a produção de uma prova negativa muitas vezes pode ser extremamente difícil.

10. Com efeito, é possível imaginar situações em que o acionista controlador, que muitas vezes não participa nem está permanentemente informado sobre todos os negócios da companhia que controla, poderá ser obrigado a demonstrar, por exemplo, que não tinha conhecimento de negócios relevantes conduzidos exclusivamente pela administração.

11. Em relação aos membros do conselho de administração, a presunção pode também se revelar inadequada, na medida em que esses administradores, pela natureza de suas atribuições, muitas vezes não participam das atividades rotineiras da companhia, e por isso podem não tomar conhecimento de informações relevantes, especialmente se a matéria não exigir a aprovação do órgão que integram (como, por exemplo, a condenação em uma ação judicial relevante da qual a companhia é parte).

12. Mesmo em relação aos diretores da companhia tal presunção pode se revelar exagerada. Isso porque, conforme previsto na Lei nº 6.404/76, os diretores podem exercer atribuições específicas fixadas em estatuto ou definidas pelo conselho de administração. Nesses casos, é possível que determinados diretores não tenham conhecimento prévio de certas informações relevantes relativas a assuntos que não dizem respeito à sua área específica de atuação.

13. Adicionalmente, em relação aos membros do conselho fiscal e de órgãos estatutários com funções técnicas ou consultivas, a presunção de acesso a qualquer informação relevante pendente de divulgação parece ainda mais irrealista, considerando as atribuições e a natureza das atividades exercidas por aqueles órgãos.

14. Assim, ainda que a Minuta proponha que as presunções “*devem ser analisadas em conjunto com outros elementos que indiquem se o ilícito previsto no caput foi ou não, de fato, praticado*”, essa ponderação parece insuficiente para justificar a imposição de um ônus probatório excessivo (qual seja, a produção de uma prova negativa que evidencie a inexistência de acesso à informação relevante não divulgada) para quem seja investigado ou acusado pela prática de *insider trading*.

15. Por esses motivos, sugerimos suprimir o inciso II do art. 13, § 1º, da Minuta.

II - PROPOSTA DE INTRODUÇÃO DO ARTIGO 14-A À INSTRUÇÃO CVM Nº 358/02

Vedação Objetiva à Negociação

16. A Minuta também propõe a criação de um novo ilícito, autônomo em relação ao *insider trading*, que consistiria na negociação de valores mobiliários nos quinze dias que antecedem a divulgação das informações financeiras trimestrais e das demonstrações financeiras da companhia, pela própria companhia, bem como pelos acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, **independentemente do conhecimento de qualquer informação relevante ainda não divulgada ao mercado.**

a) Legalidade Questionável

17. A nosso ver, a instituição da vedação pretendida extrapola a competência normativa da CVM.

18. Nos termos do art. 8º, I da Lei nº 6.385/76, compete à CVM regulamentar as matérias expressamente previstas naquela lei e na Lei nº 6.404/76. Nesse sentido, as normas contidas na Instrução CVM nº 358/02 regulamentam as regras contidas no art. 155, §§ 1º e 4º (que estabelecem a vedação ao *insider trading*) e no art. 157 (que estabelece certas obrigações informacionais impostas aos administradores de companhias abertas, inclusive a de divulgar fatos relevantes), ambos da Lei nº 6.404/76.

19. Assim, não é possível encontrar na Lei nº 6.404/76 fundamento para criação, pela CVM, de uma vedação autônoma à negociação, aplicável a uma situação em que inexistente um fato relevante pendente de divulgação.

20. E a Lei nº 6.385/76 igualmente não atribui à CVM competência para estabelecer a vedação pretendida. Ao tratar da competência normativa da autarquia em relação às operações realizadas em mercado secundário, o art. 18, II da Lei nº 6.385/76 estabelece que compete à CVM definir (i) “as espécies de operação autorizadas na bolsa e no mercado de balcão; métodos e práticas que devem ser observados no mercado; e responsabilidade dos intermediários nas operações”;¹ e (ii) “a configuração de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, ou de manipulação de preço; operações fraudulentas e práticas não equitativas na distribuição ou intermediação de valores”.²

21. A primeira hipótese diz respeito exclusivamente a modalidades de operações permitidas em bolsa e balcão (matéria disciplinada pelas Instrução CVM nº 461/07) e normas de conduta aplicáveis a investidores e intermediários (matérias disciplinadas pelas Instruções CVM nº 461/07 e 505/11). A segunda hipótese, por sua vez, diz respeito às matérias que atualmente são tratadas pela Instrução CVM nº 08/79.

22. Em ambos os casos, a lei atribuiu à CVM competência para estabelecer normas relacionadas à dinâmica de funcionamento do mercado secundário — cujo objetivo é tutelar a sua integridade, higidez e bom funcionamento — o que, a nosso ver, não contempla a instituição de uma vedação à negociação por parte de determinadas pessoas ligadas à companhia aberta, bem como à própria companhia, durante o período que antecede a divulgação de informações financeiras, independentemente do acesso efetivo, por tais pessoas, a uma informação privilegiada.

23. Assim, entendemos que não existe autorização legal para que a CVM estabeleça a vedação contemplada no art. 14-A da Minuta.

b) Conveniência da Vedação Autônoma

24. Ainda que superada a discussão sobre a legalidade da proposta, entendemos que a introdução de uma nova modalidade de vedação à negociação não traria benefícios que justificassem a intervenção estatal.

25. Como se sabe, um dos pilares do funcionamento adequado do mercado de capitais é o princípio do *full and fair disclosure*. Grande parte do arcabouço regulatório

¹ Cf. art. 18, II, alínea “a” da Lei nº 6.385/76.

² Cf. art. 18, II alínea “b” da Lei nº 6.385/76.

da CVM tem como finalidade assegurar a disseminação adequada e simétrica das informações relacionadas a emissores de valores mobiliários.

26. Especificamente em relação às negociações no mercado de valores mobiliários, é vedada a negociação por quem detenha informação relevante ainda não divulgada ao mercado, com a finalidade de auferir vantagem ilícita, decorrente da posse da informação privilegiada.

27. Da forma como vem sendo historicamente interpretada pelo Colegiado da CVM, a previsão hoje existente na regulamentação de vedação à negociação nos quinze dias que antecedem divulgação das informações financeiras trimestrais e das demonstrações financeiras da companhia é concebida como uma presunção relativa de que, no período antes mencionado, existe uma informação relevante relativa à companhia pendente de divulgação.

28. Portanto, o administrador que tenha tido acesso a tais informações e negociado valores mobiliários de emissão da companhia terá o ônus de provar que inexistia uma informação relevante nos números que foram posteriormente divulgados nas informações trimestrais e anuais da companhia.

29. Estabelecer uma vedação adicional e objetiva, impedindo de forma absoluta a negociação no mencionado período, independentemente da existência de uma informação relevante, não parece ser a forma mais adequada de regulamentação do mercado de capitais, diante da ausência de clareza sobre qual seria o prejuízo causado ao funcionamento justo e eficiente do mercado secundário nesse caso (ou, em outras palavras, sobre qual seria o bem jurídico tutelado pela norma pretendida)

30. Ressalte-se que, nos termos do art. 2º, inciso III, da Lei nº 13.874/19, um dos princípios que deve nortear a atuação estatal é *“a intervenção subsidiária e excepcional do Estado sobre o exercício de atividades econômica”*, razão pela qual a imposição dessa vedação adicional deveria ser substancialmente justificada à luz dos elementos que norteiam a regulação do mercado de capitais.

31. Se, como consta no Edital da audiência pública, existe *“uma percepção generalizada no mercado de que negociações em períodos próximos à divulgação dos resultados financeiros, por pessoas próximas a companhia, são prejudiciais à credibilidade do mercado”*, essa percepção parece estar relacionada justamente à possibilidade de que

aquelas pessoas efetivamente tenham tido acesso a informações relevantes da companhia no processo de elaboração das informações financeiras periódicas.

32. Assim, a presunção relativa de existência de uma informação relevante neste período — conforme atualmente previsto na Instrução CVM nº 358/02 — é suficiente para se alcançar o objetivo pretendido, não se justificando a imposição de uma vedação autônoma, tornando ilícita a conduta daqueles que, não obstante tenham realizado negócios do período, sejam capazes de demonstrar que não tiveram acesso a qualquer informação relevante não divulgada pela companhia.

c) Necessidade de Investigação

33. Por fim, de acordo com o Edital, a vedação prevista no art. 14-A da Minuta seria instituída “*sem prejuízo do disposto no art. 13*”, vale dizer, aquele que negociar nos quinze dias que antecedem a divulgação das informações financeiras trimestrais e das demonstrações financeiras da companhia poderia incorrer também na infração prevista no art. 155, § 4º, da Lei nº 6.404/76, regulamentada pelo art. 13 da Instrução CVM nº 358/02, desde que tenha conhecimento de informações relevantes da companhia ainda não divulgadas ao mercado.

34. Isto significa que, em qualquer caso, a investigação a ser conduzida pela área técnica dessa autarquia deverá prosseguir para verificar se aquele que negociou no período de quinze dias anteriores à divulgação das informações financeiras detinha ou não uma informação privilegiada.

35. Ou seja, a existência dessa vedação autônoma não representará qualquer economia de esforços da CVM em suas atividades de fiscalização, que continuará obrigada a conduzir investigações em todos os casos, mesmo diante de evidências de descumprimento de uma vedação objetiva, uma vez que a conduta pode representar uma infração mais grave.

36. Ademais, caso a investigação conduzida não identifique elementos suficientes para a formulação de acusação de *insider trading*, seria cabível, em tese, a acusação de infração à vedação autônoma que se pretende instituir.

37. Consequentemente, pelo princípio do *non bis in idem*, aplicada a sanção por determinada conduta — a negociação de valores mobiliários —, considerada ilícita por descumprimento da regra prevista no art. 14-A da Minuta, não seria cabível a aplicação

de nova sanção pelo mesmo fato, ainda que sejam posteriormente identificados elementos que indiquem que o agente tinha conhecimento de informações relevantes da companhia ainda não divulgadas ao mercado.

38. Ou seja, a vedação autônoma proposta pela Minuta pode levar a situações em que a prática de *insider trading*, ainda que suficientemente demonstrada, não será passível de punição, pela existência de uma sanção anterior por ilícito administrativo muito menos grave.

d) Conclusão quanto à Vedação Autônoma Proposta


39. Diante do acima exposto, sugerimos a exclusão do art. 14-A da Minuta.


* * *

Reiterando os cumprimentos a essa Comissão de Valores Mobiliários pela iniciativa, agradecemos a oportunidade de contribuir com o debate para aprimoramento da Instrução CVM nº 358/02.

Cordialmente,

Trindade Sociedade de Advogados


Marcelo Trindade
OAB/RJ nº 67.729


Rafael Salles
OAB/RJ nº 106.925