

São Paulo, 13 de novembro de 2020

À

Superintendência de Desenvolvimento de Mercado – SDM

Comissão de Valores Mobiliários – CVM

Ref.: Edital de Audiência Pública SDM nº 06/2020, de 15/10/2020

Prezados Senhores,

Servimo-nos da presente para apresentar considerações sobre o Edital de Audiência Pública SDM nº 06/2020, de 15/10/2020 (“Edital”), que tem por objeto a minuta de Resolução que visa alterar dispositivos da Instrução CVM nº 358/2002 que tratam de “vedação ao uso indevido de informações privilegiadas, da vedação autônoma à negociação de valores mobiliários, dos planos de investimento e da obrigatoriedade da política de divulgação de informações” (“Minuta”).

A discussão trazida ao mercado é particularmente importante e a iniciativa da CVM de, uma vez mais, enfrentar tão complexos temas, merece reconhecimento. No entanto, temos algumas objeções, em especial a uma das sugestões constantes da Minuta.

A presente manifestação destina-se a tratar, em especial da proposta de inclusão do art. 14-A na Instrução CVM nº 358/2002. Com tal dispositivo, se pretende instituir uma vedação objetiva à negociação, por determinados agentes, naqueles mesmos períodos hoje cobertos pelo § 4º do art. 13 da Instrução.

Assim, nos termos do art. 14-A da Minuta:

“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 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.**” (grifou-se)

Segundo o Edital, a imposição da referida vedação se justificaria porque “[h]á 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.”

É importante mencionar que, nos termos do Edital, “a instituição da vedação objetiva não afasta a incidência da regra geral de vedação ao *insider trading*, desde que comprovados os elementos daquele tipo”. Ou seja, permaneceria em vigor todo o regime que hoje já se aplica à matéria, inclusive com o pretendido reforço do reconhecimento daquela presunção que o Colegiado vem reconhecendo em alguns casos (conforme a proposta que a Minuta traz para o § 1º do art. 13 da norma), cumulado com essa nova vedação.

Temos, neste ponto, uma série de preocupações.

Questões relacionadas à competência para o estabelecimento da vedação

A primeira delas diz respeito à própria competência da CVM para estabelecer essa vedação à negociação pelos destinatários do dispositivo proposto, que, a nosso ver, inexistente. A competência da autarquia para regulamentação (ou seja, para a emissão de normas) está prevista no art. 8º, I, do diploma legal, que faz referência expressa à regulamentação do que dispõe a Lei nº 6.404/1976 e a própria Lei nº 6.385/1976.

Ao estabelecer uma vedação autônoma, que não encontra reflexo em nenhum dos dois diplomas (porque a Lei nº 6.404/1976 veda especificamente o *insider trading*, no § 4º de seu art. 155), a CVM inovaria por ato regulamentar, ao criar uma nova vedação

a desenvolvimento de atividade econômica. Frise-se, sem que haja, para tal, suporte legal.

É bem verdade que já há algum tempo se superou, no Brasil, o entendimento de que a capacidade normativa dos órgãos da administração pública é cingida, exclusivamente, à regulamentação do que consta, de maneira mais geral, da legislação de regência. No entanto não há como negar dois pontos. Primeiro, que a própria Lei nº 6.385/76 restringe a atividade regulamentar da CVM às matérias previstas nos dois diplomas legais. Segundo, que a criação de um impedimento puro e simples a uma determinada atividade econômica, sem que haja previsão legal, não se sustenta.

É bem verdade que, nos termos do art. 9º, § 1º, da Lei nº 6.385/1976, a CVM pode, com o “fim de prevenir ou corrigir situações anormais de mercado”, “proibir aos participantes do mercado, sob cominação de multa, a prática de atos que especificar, prejudiciais ao seu funcionamento regular” (inc. IV). Este dispositivo, no entanto, não autoriza aquilo que se propõe na Minuta. O art. 8º da Lei traz a delimitação da competência da autarquia. Já o art. 9º, traz determinadas faculdades que, no exercício daquela competência, a CVM pode exercer. E aquelas faculdades são ali relacionadas justamente em razão da sua excepcionalidade.

Em especial, o inciso IV do § 1º do art. 9º tem sido, historicamente, visto como a base para a emissão de *stop orders* ou para a interrupção de operações específicas pela CVM. Sempre diante de casos concretos em que se identifica alguma distorção. Por mais que se reconheça que a realização de operações naqueles períodos referidos no art. 14-A da Minuta traga determinados riscos, não existe propriamente uma situação específica que justifique qualquer ato da CVM. Não se pode emitir norma – regra geral e abstrata – com base em uma previsão de capacidade de agir que é destinada a enfrentar situações anômalas concretamente identificadas. Ainda mais quando se trata de uma norma proibitiva de atividades que podem até mesmo ser, em princípio, regulares – aí evidencia-se, inclusive, a desproporcionalidade do remédio.

Questões relacionadas à coexistência de distintos regimes

Além disso, não há como negar que, mantida a sistemática hoje aplicável ao chamado “*insider formal*” (ou seja, à realização de operações nos períodos que a norma aponta como vedados) e, mais do que isso, reforçada essa sistemática por força do

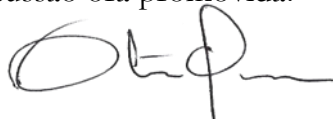
reconhecimento expresso de um regime de presunções, ainda que relativas, teremos uma situação que em muito se aproxima de verdadeiro *bis in idem*.

É até fácil, nessa situação, imaginar situações de afronta direta ao princípio do *non bis in idem*: não raro, sob o atual regime do § 4º do art. 13, as pessoas referidas no *caput* são acusadas e condenadas em razão não de *insider* propriamente dito, mas da realização das operações naquele período. É por essa mesma prática que se farão as acusações por descumprimento do art. 14-A.

Na totalidade dos casos em que houvesse acusação de descumprimento de um dispositivo, haveria também acusação de descumprimento do outro. E, mais do que isso, se a apuração do descumprimento da vedação pura e simples (ou seja, da regra do art. 14-A) não demanda maior dilação probatória, a apuração do *insider* demanda. Mesmo que haja presunção, se impõe uma discussão que é sempre complexa. Haveria, novamente, desproporcionalidade no uso dos remédios, e, além disso, não existiria, da criação da vedação, nenhuma economia processual para a CVM.

Por esses motivos, vimos, pela presente, sugerir à CVM que não inclua, na norma ao final promulgada, a sugestão constante do art. 14-A da Minuta.

Sendo o que cabia para o momento, subscrevo-me, uma vez mais parabenizando a autarquia pela importante discussão ora promovida.



Otavio Yazbek

OAB/SP nº 144.506