Prezado Superintendente de Desenvolvimento de Mercado,

Escrevo este e-mail para o encaminhamento de sugestões referentes ao Edital de Audiência Pública SDM Nº 02/18, que propõe alterações no rito dos procedimentos relativos à atuação sancionadora no âmbito da Comissão de Valores Mobiliários.

Estas sugestões fundam-se, essencialmente, em pesquisa por mim realizada, na qual analisei todas as decisões da CVM referentes às 200 propostas de termo de compromisso analisadas que envolviam possíveis infrações à Instrução CVM N.º 08/79, além de outros estudos. Todas as sugestões e comentários aqui expressos referem-se, dessa forma, ao Capítulo IV da minuta.

A primeira delas refere-se ao art. 83, que trata dos requisitos mínimos para as propostas de termo de compromisso a serem apresentadas.

A redação dada pela minuta ao inciso II prevê que sejam indenizados os prejuízos individualizados **ou** interesses difusos ou coletivos no âmbito do mercado de valores mobiliários.

Acerta a minuta em adicionar a previsão de ressarcimento dos danos difusos no mercado, representados pelo dano à sua higidez. Resta claro que, independentemente das infrações que estejam em discussão, haverá, em alguma medida, prejuízo à credibilidade do mercado, cabendo, assim, o pagamento de indenização.

O termo de compromisso tem grande importância arrecadatória para a CVM e, de fato, dentre todas as 64 propostas estudadas aceitas, apenas 3 delas não previam tal pagamento, cabendo ressaltar que tal não ocorre há 13 anos.

Preocupa, porém, a utilização da conjunção alternativa "ou". Tal pode gerar confusão entre os proponentes, levando-os a apenas propor a indenização dos danos difusos quando não possível a sua individualização, o que não condiz com a atuação da CVM ou com a efetiva identificação dos danos difusos independentemente de ser possível ou não individualizar investidores lesado.

Chega-se, assim, à primeira sugestão, a inclusão da expressão "se for o caso", a mesma utilizada no inciso I do mesmo art. 83 e a substituição da conjunção alternativa "ou" pela conjunção aditiva "e", de forma a melhor representar a eventualidade da individualização dos prejuízos em contraste com a sempre presente necessidade de indenizar os danos difusos:

Sugestão 1: Art. 83, II - corrigir as irregularidades apontadas, inclusive indenizando os prejuízos individualizados*, se for o caso, e* interesses difusos ou coletivos no âmbito do mercado de valores mobiliários.

Ainda com relação ao art. 83, é importante utilizar da oportunidade representada pelo apontamento de requisitos legais para a celebração de termos de compromisso para a inclusão de um novo requisito.

O termo de compromisso é um instituto que tem importante efeito paradigmático e deve orientar as práticas no mercado. Não se pode admitir, dessa forma, que os acusados tenham lucro com práticas consideradas ilícitas.

Isto é, não se deve admitir que o valor do compromisso celebrado seja inferior ao benefício econômico auferido pelo proponente apontado na acusação. Fazê-lo acabaria por ter o efeito

contrário à finalidade do instituto, ou seja, de estímulo às práticas ilícitas, que seriam mais vantajosas que o cumprimento das regras legais.

Chega-se, dessa forma, à segunda sugestão, a inclusão de um novo requisito no inciso II do art. 83, qual seja, "a restituição do montante da vantagem econômica apontada na acusação ou da perda evitada em decorrência do ilícito", aproveitando-se das expressões já utilizadas na Lei 6.385/76, em seu art. 11, §1º, III:

Sugestão 2: Art. 83, II corrigir as irregularidades apontadas, inclusive indenizando os prejuízos individualizados ou a interesses difusos ou coletivos no âmbito do mercado de valores mobiliários e *a restituição do montante da vantagem econômica apontada na acusação ou da perda evitada em decorrência do ilícito*.

As demais sugestões referem-se ao art. 87, caput, que elenca os critérios a serem considerados pelo Colegiado quando da deliberação das propostas apresentadas.

A primeira sugestão diz respeito ao requisito da oportunidade e conveniência. Trata-se da mesma expressão utilizada pelo art. 11, § 5o da Lei 6.385/76, apenas invertida. O referido dispositivo determina que o Colegiado poderá celebrar termos de compromisso após a análise de "conveniência e oportunidade" da proposta apresentada.

Isto significa que não se trata propriamente de um critério a ser utilizado pelo Colegiado. Esta expressão designa apenas que será celebrado o compromisso se a proposta for considerada interessante. Não é um meio e sim o resultado, a decisão final, a qual, essa sim será baseada nos demais critérios apontados.

De fato, assim decidiu a CVM. Na análise de apenas 3 propostas mencionou-se apenas que a proposta seria conveniente e oportuna. Em **todas** as demais decisões que mencionaram a oportunidade e conveniência da celebração do compromisso, menciona-se que a proposta seria (in)conveniente e (in)oportuna por serem identificados algum dos demais critérios elencados na deliberação, ou outros critérios que o Colegiado reputou pertinentes.

Chega-se, assim, à terceira sugestão. De modo a garantir ao mercado a clareza na atuação da CVM, o dispositivo seria melhor disposto se repetisse a expressão utilizada na lei 6.385/76. Tal inclusão teria a consequência natural de não repetição da expressão "oportunidade e conveniência" em seguida.

Sugestão 3: Art. 87. *Na análise de conveniência e oportunidade*, o Colegiado considerará, dentre outros elementos, a natureza e a gravidade das infrações objeto do processo, os antecedentes dos acusados ou investigados ou a colaboração de boa-fé destes, e a efetiva possibilidade de punição, no caso concreto.

Novamente não se compreende a utilização da conjunção alternativa "ou" entre a análise dos antecedentes dos proponentes e de sua colaboração de boa-fé. A análise dos antecedentes é vital para que se evite que o termo de compromisso se torne um salvo conduto para a prática de infrações no mercado.

Os termos de compromisso representam, naturalmente, prestações mais brandas que aquelas impostas pela CVM em sede de julgamento. Caso contrário haveria pouco interesse por parte dos proponentes. Dessa forma, ignorar a prévia celebração de termos de compromisso que envolvam as mesmas infrações teria o efeito de estimular as práticas, e não as desestimular.

Haverá pouco efeito paradigmático no mercado, ainda, em caso de celebração de termo de compromisso com proponentes que já tenham sido por diversas vezes condenados pelo Colegiado.

A quarta sugestão é, dessa forma, a exclusão da expressão "ou" do art. 87:

Sugestão 4: Art. 87. Na deliberação da proposta, o Colegiado considerará, dentre outros elementos, a oportunidade e a conveniência na celebração do compromisso, a natureza e a gravidade das infrações objeto do processo, o*s antecedentes dos acusados ou investigados, a colaboração de boa-fé destes*, e a efetiva possibilidade de punição, no caso concreto.

Ainda quanto à análise da colaboração de boa-fé dos proponentes há que se tecer algumas considerações. Tal elemento nunca foi considerado pela CVM na apreciação de propostas de Termo de Compromisso objetos do estudo. Assim, não há bases para afirmar de que forma seria aplicado tal parâmetro.

Ao mesmo tempo, a análise da boa-fé dos acusados foi inserida na minuta como causa de diminuição da pena a ser aplicada em sede de condenação pelo Colegiado.

Dessa forma, a interpretação sistemática da minuta leva a crer que a boa-fé dos proponentes deve ser considerada de modo à aceitação de compromissos representativos de valores menos expressivos. Isto é, se há um elemento que faria com que o proponente pagasse menor valor caso fosse condenado, é lógico que também dê ensejo a pagamento a menor em caso de celebração de termo de compromisso. Caso contrário, estar-se-ia, inclusive, criando grande desestímulo à utilização do instituto.

A inclusão de apenas uma causa de diminuição da pena, porém, deve ser questionada. Se a ideia é que o compromisso reflita melhor qual seria a pena hipoteticamente aplicada caso o processo fosse levado a julgamento, não se deve considerar apenas uma das causas de diminuição, senão todas as causas de diminuição e de aumento. Dessa forma, tem-se a quinta sugestão, nos seguintes termos:

Sugestão 5: Art. 87. Na deliberação da proposta, o Colegiado considerará, dentre outros elementos, a oportunidade e a conveniência na celebração do compromisso, a natureza e a gravidade das infrações objeto do processo, os antecedentes dos acusados ou investigados, *e a efetiva possibilidade de punição assim como a pena hipoteticamente aplicada no caso concreto*.

Assim como no art. 83, ainda que haja a previsão expressa de que estes não serão os únicos critérios considerados pelo Colegiado, é importante utilizar a oportunidade de estarem elencados critérios de sua análise para a inclusão de outros parâmetros utilizados pela CVM e apontados pela doutrina.

Sua inclusão na instrução teria o condão de melhor orientar potenciais proponentes, contribuindo, assim, para a melhoria das propostas apresentadas e a maior eficiência na sua negociação.

Dessa forma, aponta-se como o principal fundamento destacado pela doutrina e aplicado pela CVM a adequação à finalidade preventiva do instituto. Tal fato justifica-se, como já mencionado, na finalidade do termo de compromisso de garantia da higidez e confiabilidade no mercado. A adequação ou não à finalidade preventiva foi apontada como fundamento na

decisão de 40 propostas de Termo de Compromisso, representando o critério não expresso na legislação mais aplicado pela CVM.

Deve, assim, o compromisso proposto ser dotado de efeito paradigmático no mercado. Chega-se, dessa forma, à sexta e última sugestão aqui apresentada, a inclusão do critério da adequação a sua finalidade preventiva representada por seu efeito paradigmático no mercado:

Sugestão 6: Art. 87. Na deliberação da proposta, o Colegiado considerará, dentre outros elementos, a oportunidade e a conveniência na celebração do compromisso, *a adequação a sua finalidade preventiva*, a natureza e a gravidade das infrações objeto do processo, os antecedentes dos acusados ou investigados ou a colaboração de boa-fé destes, e a efetiva possibilidade de punição, no caso concreto.

Dessa forma, as sugestões aqui propostas podem ser reduzidas à seguinte redação final:

Art. 83, II - corrigir as irregularidades apontadas, inclusive indenizando os prejuízos individualizados, se for o caso, e interesses difusos ou coletivos no âmbito do mercado de valores mobiliários e a restituição do montante da vantagem econômica apontada na acusação ou da perda evitada em decorrência do ilícito.

Art. 87. Na análise de conveniência e oportunidade, o Colegiado considerará, dentre outros elementos, a adequação a sua finalidade preventiva, a natureza e a gravidade das infrações objeto do processo, os antecedentes dos acusados ou investigados, e a efetiva possibilidade de punição assim como a pena a ser hipoteticamente aplicada no caso concreto.

Espera-se que as sugestões aqui apresentadas, caso sejam reputadas pertinentes por esta autarquia, possam contribuir para a mais eficiente regulação do instituto do termo de compromisso e do mercado em geral.

Atenciosamente,

Victor Barone

Estudante de direito da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo