

Rio de Janeiro, 13 de novembro de 2020.

Ao Sr.

**Antonio Carlos Berwanger**

**Superintendência de Desenvolvimento de Mercado – SDM**

Comissão de Valores Mobiliários

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

CHEDIAK  
LOPES DA COSTA  
CRISTOFARO  
SIMÕES  
CHEDIAK ADVOGADOS

Rua Visconde de Pirajá 351  
Edif. Fórum de Ipanema  
13º andar – Ipanema – Rio de Janeiro – RJ  
22410-003 – Brasil  
T 55 21 3543.6100 / 3073.7600

Rua Gomes de Carvalho 1510  
19º andar – Vila Olímpia – São Paulo – SP  
04547-005 – Brasil  
T 55 11 4097.2001

clcmra.com.br

Ref.: Edital de Audiência Pública SDM nº 6/20

Ilustríssimo Senhor Superintendente,

**Chediak, Lopes da Costa, Cristofaro, Simões – Advogados** (“Chediak Advogados”), em atenção ao Edital de Audiência Pública SDM nº 6/2020, de 31 de agosto de 2020 (“Edital”), submete a esta D. Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) seus comentários à minuta de instrução que modificará a Instrução CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002, conforme alterada (“Minuta” e “ICVM 358”, respectivamente).

Conforme consta no Edital, a reforma ora proposta tem escopo reduzido e busca, dentre outros pontos, aperfeiçoar o art. 13 da ICVM 358, deixando claro que as vedações a negociações com valores mobiliários ali prescritas se tratam, em verdade, de presunções relacionadas à possível prática de uso indevido de informações privilegiadas, de forma a conformar o texto da norma com a interpretação a ele conferida por precedentes da CVM.

A presente manifestação de Chediak Advogados abordará apenas dois aspectos da Minuta relacionados à reforma do art. 13, quais sejam (i) a discriminação mais precisa das hipóteses de presunções relativas no novo §1º; e (ii) a ausência de previsão expressa da hipótese de subscrição de novas ações, nos termos do novo §3º, também como uma exceção às presunções relativas.

### *Discriminação das hipóteses de presunção relativa*

A Minuta prevê a reforma do artigo 13 para (i) esclarecer que o dispositivo trata de presunções relativas que podem ser aplicadas na caracterização do ilícito de uso indevido de informação privilegiada; e (ii) discriminar com maior precisão quais seriam essas presunções.

Não obstante a nobre e admirável intenção desta autarquia em positivar o histórico de aplicação da norma, ao discriminar as presunções relativas, a CVM estaria criando uma inversão do ônus da prova para quase todos os casos.

A Minuta não só cria a possibilidade de presunção nos casos de uso indevido de informações privilegiadas, como também extrapola qualquer suposição de presunção que poderia decorrer da redação atual do art. 13. Isso porque, a Minuta acaba por deixar expressas (i) as presunções de relevância, em razão da existência de informação relevante; (ii) as presunções de acesso à informação privilegiada; e (iii) a previsão de uso da informação privilegiada em negociações. Ainda mais grave é a possibilidade trazida pela redação proposta para o novo §2º, II, de que tais presunções sejam utilizadas de forma combinada.

Nesse ponto é fundamental ressaltar a diferença dos conceitos de presunção e indícios no âmbito do direito penal e sancionatório, sobretudo no que concerne à natureza probatória de cada um desses elementos em relação ao caso concreto.

Segundo o art. 239 do Código de Processo Penal, indício consiste “[n]a circunstância conhecida e provada, que, tendo relação com o fato, autorize, por indução, concluir-se a existência de outra ou outras circunstâncias”. A presunção, por outro lado, seria mero juízo de dedução, com base nos fatos provados. A presunção relativa configura, portanto, um julgamento prévio da questão, que obriga a inversão do ônus da prova.

Isto é, para o direito penal, as presunções indiciárias não são consideradas provas e, portanto, não podem ser utilizadas como fundamento para uma acusação, muito menos como base para uma condenação. Também cabe notar que, mesmo nos casos em que se

admite a fundamentação de uma acusação com base em indícios – como tem entendido a jurisprudência da CVM nos casos de *insider trading* – a acusação deve ser “*apoiada por uma pluralidade de indícios sólidos e convergentes, que não sejam contraditados por contraindícios.*”<sup>1</sup>.

Assim, sendo um mero juízo dedutivo, às presunções não se pode conceder o peso probatório de um indício, sob pena de possibilitar a acusação com base em meras conjecturas, em grave violação à liberdade individual. Este entendimento já foi inclusive muito bem explorado no âmbito do julgamento do TA-RJ2002/2405, no qual prevaleceu o voto do então Diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos.

Nessa ocasião, o então Diretor ponderou que, ao permitir a acusação com base em conjecturas e presunções, o regulador estaria concebendo a possibilidade de se condenar basicamente qualquer pessoa:

*“E neste pedaço, imediatamente recorro-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.”*<sup>2</sup>

Especificamente quanto às presunções relativas admitidas pela jurisprudência da CVM em casos de *insider trading*, deve-se sublinhar que sua aplicação depende da interpretação das circunstâncias do caso concreto e, também, que sejam legitimadas diante da presença de indícios:

*“Há, portanto, na Instrução 358/02, uma presunção de que o insider, e o terceiro a ele equiparado pelo conhecimento da informação, atuam com a finalidade de obter lucro com a utilização da informação. Tal presunção legitima-se, e somente se legitima, diante da presença de indícios, e pode ser afastada por prova no sentido de que a obtenção de lucro não foi a finalidade da operação. Essa possibilidade de prova em contrário, a meu ver, decorre não só do necessário respeito, pela norma*

---

<sup>1</sup> Voto do Diretor Relator Gustavo Gonzalez no Processo Administrativo Sancionador nº RJ2016/2384, j. em 26.09.2017.

<sup>2</sup> Voto do Diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos, no âmbito do TA-RJ2002/2405, j. em 09.10.2003.

*regulamentar, à norma regulamentada, como das regras dos §§ 6º e 7º do próprio art. 13 da Instrução 358/02, que admitem que a negociação ocorra na pendência de fato relevante não divulgado, em certas condições.”<sup>3</sup>*

Justamente considerando as especificidades do caso concreto é que a jurisprudência da CVM admite presunções relativas nos casos de *insider trading*. No entanto, inseri-las da forma como estão na Minuta poderia retirar da acusação qualquer ônus na produção de provas. Na prática, a partir da redação proposta para o §1º do art. 13, bastaria a identificação pela acusação de um conjunto de presunções (ou conjecturas) para formar a tese condenatória, o que tornaria a defesa completamente inviável.

Outro ponto que merece especial atenção é o fato de que, à época da elaboração da ICVM 358, em substituição à antiga Instrução CVM nº 31/1984, houve a preocupação de se retirar o rol de hipóteses de fatos ou atos relevantes. Para a elaboração da ICVM 358, o regulador entendeu por bem excluir da nova regulamentação a previsão do parágrafo único do art. 1º da Instrução CVM nº 31/1984, que especificava modalidades de fato ou ato relevante, permanecendo apenas alguns exemplos a serem avaliados caso a caso pela companhia. Tal preocupação é de suma importância para a adequada análise do que deve ser considerado fato ou ato relevante, a partir da realidade de cada empresa.

Ao inserir as hipóteses nas quais atos ou fatos seriam presumidamente relevantes, nos incisos V e VI do proposto novo art. 13, a Minuta ignora a legítima preocupação trazida quando da edição da ICVM 358. Ao regressar ao antigo regime da Instrução CVM nº 31/1984, a Minuta desconsidera os inúmeros casos em que uma situação elencada como presunção pode ser relevante para uma empresa e completamente irrelevante para outra, o que acaba gerando enorme insegurança às companhias (inclusive em vista de possível implicação criminal envolvida).

Dessa forma, em que pese ser possível a condenação com base em um conjunto de indícios, tais indícios devem, ainda, ser convergentes, graves, plurais e concludentes. No caso proposto na Minuta, ao admitir a cumulação de presunções – que sequer constituem

---

<sup>3</sup> Processo Administrativo Sancionador CVM nº 04/2004, Dir. Rel. Marcelo Trindade, j. em 28.06.2006.

indícios –, a CVM estaria criando uma situação em que não seria necessária a produção de provas por parte da acusação e tornaria a defesa uma tarefa quase impossível.

Nesse sentido, Chediak Advogados sugere a revisão da redação proposta para os parágrafos do art. 13, de modo a excluir a previsão de hipóteses de presunção relativa, cabendo aos julgados da CVM a interpretação a respeito da verificação da infração, à luz do caso concreto.

*Subscrição de novas ações como hipótese de exceção às presunções relativas*

Quanto ao segundo ponto da presente manifestação, caso a mecânica acima proposta permaneça na ICVM 358 reformada, entendemos que deve haver a previsão expressa de exceção às presunções de utilização de informação relevante no caso de subscrição de novas ações, por administradores ou empregados, ou pessoas naturais que prestem serviços à companhia ou a sociedade sob seu controle, decorrente do exercício de opção de compra de acordo com plano de outorga de opção de compra de ações aprovado em assembleia geral.

Como já mencionado, o novo art. 13, §1º da ICVM 358 proposto pela Minuta elenca um rol de presunções de casos de *insider trading*. Porém, há uma exceção no texto atual da ICVM 358 consignada no §6º do artigo 13 e que foi contemplada como novo §3º. A exceção diz respeito à 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.

Ocorre que tais planos de outorga de opção de compra de ações, conforme previstos no art. 168, §3º da Lei nº 6.404/76, podem abranger tanto (a) a entrega de ações existentes, mantidas em tesouraria, sem aumento do número de ações em que se divide o capital social, mediante compra e venda de ações, como (b) a emissão das ações objeto da opção no âmbito de aumento do capital social dentro do limite do capital autorizado.

No entanto, a Minuta, no proposto art. 13, §3º da ICVM 358, apresenta somente a entrega de ações existentes em tesouraria como excludente de presunção de negociação de posse de informação relevante. Não faz referência à segunda hipótese de outorga de opção de compra de ação, que é a subscrição de novas ações provenientes de aumento do capital social dentro do limite de capital autorizado.

A natureza da operação de aumento de capital é de negócio modificativo do contrato da companhia, iniciando-se com a proposta de contrato por parte da companhia consistente na emissão de novas ações que se conclui (e o aumento de capital se efetiva) com a aceitação pela(s) contraparte(s) mediante assinatura do boletim de subscrição até que se alcance a parcela mínima estipulada<sup>4</sup>. A ausência de menção a esse negócio jurídico, o de subscrição de novas ações, pode causar confusão e incerteza no mercado com relação a tal conduta.

Isso porque, no âmbito do julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2013/5793, j. 27.01.2015, a Diretora Luciana Dias, acompanhada pelo Diretor Roberto Tadeu Antunes Fernandes neste ponto, até mesmo chegou a comentar ser possível que a regra em comento fosse aplicada, por analogia, a outras formas de entrega de ações previstas em planos de incentivos, desde que atendidos certos requisitos, mas entendemos que a inclusão da situação expressa na norma seria o caminho mais recomendável.

Note-se que nesses casos não há, assim como na entrega de ações em tesouraria, a caracterização de qualquer assimetria informacional passível de prejudicar a higidez e a confiança do mercado, que é o que a norma busca proteger, tampouco há finalidade de auferir vantagem indevida.

Assim, sugerimos, em prol da transparência, e com implicações benéficas ao mercado, que se esclareça que a subscrição de novas ações no âmbito do regime de capital autorizado, em virtude do exercício de opções de compra de ações outorgadas a administradores ou

---

<sup>4</sup> LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Coord.). Direito da Companhias. Vol. 2. Rio de Janeiro. Forense. 2009. p. 1397 e 1398.

empregados, ou a pessoas naturais que prestem serviços à companhia ou a sociedade sob seu controle, também se trata de exceção às presunções de negociação com informação relevante.

Sendo o que nos cumpre para o momento, colocamo-nos à disposição para esclarecimentos adicionais que eventualmente se fizerem necessários.

Atenciosamente,

**Chediak, Lopes da Costa, Cristofaro, Simões – Advogados**