

Rio de Janeiro, 28 de fevereiro de 2025.

À

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM

Rua Sete de Setembro, 111, 27º andar, Centro

Rio de Janeiro – RJ

CEP 20050-901

At.: Superintendência de Desenvolvimento do Mercado

Via e-mail para: conpublicaSDM0424@cvm.gov.br

Ref.: Edital de Audiência Pública SDM n.º 04/24

Prezados Senhores,

STOCHE FORBES ADVOGADOS (“Stocche Forbes”), no âmbito da Audiência Pública SDM n.º 04/2024 (“**Audiência Pública**”) e de acordo com as orientações constantes de seu respectivo edital (“**Edital**”), submete a essa D. Comissão de Valores Mobiliários (“**CVM**”) seus comentários e sugestões relacionados às propostas de alteração à Resolução CVM n.º 45, de 31 de agosto de 2021, conforme alterada (“**RCVM 45**”), que dispõe sobre o rito dos procedimentos relativos à atuação sancionadora da Autarquia.

Conforme exposto no Edital, as alterações previstas na minuta da resolução que alterará a RCVM 45 (“**Minuta**”), propostas no âmbito da Audiência Pública, têm como objetivo, em síntese, aprimorar a eficiência administrativa, a transparência e a efetividade da atuação sancionadora da CVM.

Nesse contexto, ao passo em que aproveitamos a oportunidade para saudar o movimento desta D. CVM, que reconhece a importância de promover a atualização contínua de suas normas e as discussões voltadas ao aprimoramento da sua atividade sancionadora, o Stocche Forbes, com o intuito de contribuir para tais discussões e para que as alterações regulatórias atendam ao interesse público e resguardem os direitos dos participantes do mercado de capitais, apresenta, a seguir, algumas considerações ao Edital e à Minuta (“**Manifestação**”).

Nota-se que as observações e sugestões constantes desta Manifestação procuram se ater ao escopo da Audiência Pública, destinando-se, essencialmente, a contribuir para o aprimoramento da regulamentação proposta por essa D. CVM.

I. **OBTENÇÃO DE MANIFESTAÇÃO PRÉVIA DE INVESTIGADOS**

A Minuta propõe a reformulação do art. 5º da RCVM 45 para flexibilizar a necessidade de obtenção de esclarecimentos dos investigados na fase pré-sancionadora, como atualmente previsto no *caput* do referido dispositivo. Para tanto, a Minuta define que a diligência das superintendências será considerada cumprida com o uso de “meios de comunicação oficiais”, independentemente de resposta, e inclui o § 2º para explicitar que a manifestação prévia não é um direito subjetivo dos investigados, mas simples providência administrativa em prol da eficiência administrativa da atividade acusatória da CVM.

A esse respeito, considera-se pertinente reforçar que, na medida em que a atuação sancionadora da CVM materializa o exercício do poder de polícia do Estado sobre as atividades desenvolvidas pelos participantes do mercado de capitais, deve se assegurar aos investigados e acusados, no âmbito dos correspondentes procedimentos administrativos, prerrogativas similares às consagradas no Direito Penal.

Essa preocupação em assegurar aos administrados o mais amplo direito de defesa no âmbito do Direito Administrativo Sancionador se justifica, principalmente, pela tripla função desta D. CVM, que atua na condição de investigadora, acusadora e julgadora.

Nesse sentido, em que pese o Edital tenha indicado a visão de que a obtenção de manifestação de investigados antes da propositura de acusação não se confundiria com o exercício dos direitos ao contraditória e à ampla defesa, discordamos, respeitosamente, desse entendimento. Vale destacar, desde logo, que essa visão pode inclusive acarretar potenciais consequências práticas importantes para os regulados.

Como se sabe, ainda que no decorrer do processo administrativo sancionador (“PAS”) seja garantido ao acusado o direito à ampla defesa e a todos os demais direitos e proteções constitucionais e infraconstitucionais, a mera instauração de um processo dessa natureza, em geral, por si só, já tem o condão de gerar prejuízos reputacionais, emocionais e/ou financeiros aos acusados, mesmo que o acusado seja posteriormente absolvido.

Afinal, é inegável que, além da tecnicidade do rito, por vezes a própria existência de uma acusação já implica prejuízos, amplificados pela repercussão midiática e de mercado, que podem não ser desfeitos mesmo em caso de absolvição unânime posteriormente. O saneamento de danos e custos incorridos em razão da instauração de um PAS não pode depender apenas de absolvições cujos efeitos não retroagem.

Nesse contexto, acreditamos que a obtenção de manifestação prévia por parte das áreas técnicas, antes da formulação de termo de acusação, não é e não deveria ser tratada como uma formalidade dispensável.

A eficiência administrativa, certamente, é uma finalidade nobre e inegociável – e, naturalmente, de interesse não apenas da CVM como dos seus próprios regulados

que, em última análise, são impactados direta ou indiretamente por eventuais ineficiências.

E aqui vale ressaltar: a manifestação prévia deve ser vista justamente como um instrumento à disposição da eficiência administrativa. Afinal, se corretamente aplicada (tanto pela CVM quanto pelos regulados), esta etapa preliminar ao processo sancionador pode ser uma oportunidade crucial para que esta Autarquia obtenha os esclarecimentos necessários para evitar a formulação de acusações desnecessárias, infundadas, mal fundamentadas ou que não gozem de justa causa.

Nesse sentido, entendemos que a obtenção de esclarecimentos prévios não é um obstáculo à eficiência administrativa, mas uma ferramenta à sua disposição e uma medida essencial para a busca da verdade material.

Assim, entendemos que a positivação do entendimento fixado pelo Colegiado na análise de casos concretos, conforme proposto na Minuta, pode promover uma visão reducionista que ignora o papel preventivo dessa etapa no âmbito da atuação sancionadora desta Autarquia.

Com efeito, a inclusão de dispositivo que visa flexibilizar a necessidade de obtenção de manifestações prévias de investigados esvazia o próprio comando do *caput* do art. 5º da RCV 45, o que, em última instância, poderia contrariar o próprio objetivo de eficiência processual almejado, aumentando o risco da formulação de acusações mal instruídas, suscetíveis a questionamentos judiciais e potencialmente estendendo o curso processual com recursos.

Portanto, se a CVM reconhece que a obtenção de esclarecimentos prévios visa à boa instrução do processo, por que não reforçar e estimular sua obtenção, em vez de tratá-la como um ônus dispensável?

Feitas as considerações acima, sugerimos que o §2º proposto ao art. 5º da RCVM 45 seja excluído da Minuta.

II. INVERSÃO DO ÔNUS DE COMPROVAR O CUMPRIMENTO DOS REQUISITOS JURÍDICOS ESSENCIAIS À CELEBRAÇÃO DE TERMOS DE COMPROMISSO

A Minuta propõe a inclusão do § 4º ao art. 82 da RCVM 45, atribuindo ao proponente o ônus de demonstrar o cumprimento dos requisitos legais – cessação da prática ilícita e reparação de prejuízos¹⁻² – para a celebração de termo de compromisso.

A nosso ver, referida proposta poderia promover uma inversão indevida do ônus de averiguar o cumprimento de tais requisitos.

Isso porque transferir ao proponente a responsabilidade de provar que atende aos requisitos do termo de compromisso, em determinados casos, pode ser o equivalente a exigir que ele produza provas negativas sobre sua conduta (ex., que não causou prejuízos) ou que quantifique danos não quantificáveis ou não especificados pela própria CVM. Essa exigência, em muitos casos, pode se revelar desproporcional e até mesmo impraticável, especialmente em infrações de danos difusos, em que a mensuração é uma tarefa complexa e nem sempre possível.

¹ **Lei n.º 6.385/76:** “Art. 11. (...)

§5º - A Comissão de Valores Mobiliários, após análise de conveniência e oportunidade, com vistas a atender ao interesse público, poderá deixar de instaurar ou suspender, em qualquer fase que preceda a tomada da decisão de primeira instância, o procedimento administrativo destinado à apuração de infração prevista nas normas legais e regulamentares cujo cumprimento lhe caiba fiscalizar, se o investigado assinar termo de compromisso no qual se obrigue a: I - cessar a prática de atividades ou atos considerados ilícitos pela Comissão de Valores Mobiliários; e II - corrigir as irregularidades apontadas, inclusive indenizando os prejuízos.

² **RCVM 45:** “Art. 82. O interessado na celebração de termo de compromisso pode apresentar proposta escrita à CVM, na qual se comprometa a: I – cessar a prática de atividades ou atos considerados ilícitos, se for o caso; e II – corrigir as irregularidades apontadas, inclusive indenizando os prejuízos.”

Por esses motivos, sugerimos que o §4º proposto ao art. 82 da RCVM 45 seja excluído da Minuta.

III. CONSIDERAÇÃO DE "HISTÓRICO" NA NEGOCIAÇÃO DE TERMOS DE COMPROMISSO

A Minuta propõe a inclusão do termo “histórico” ao art. 86 da RCVM 45, ampliando o escopo da avaliação de antecedentes no âmbito da análise de propostas para a celebração de termo de compromisso, de modo que se passe a abarcar o “conjunto de interações e condutas pregressas do acusado ou investigado perante a autarquia, sem se restringir a registros de sanções formais”.

Embora o Edital afirme, com razão, que a proposta apenas formalizaria uma prática já consolidada, conduzida de forma criteriosa e equilibrada, entendemos que sua normatização pode representar, em alguns casos, uma mitigação indevida do princípio da presunção de inocência.

É intrínseco à presunção de inocência que um indivíduo seja considerado não culpado até que sua infração seja devidamente julgada e comprovada. Ao incorporar o “histórico” como elemento a ser considerado na negociação de propostas de termo de compromisso, a CVM passaria a avaliar condutas e interações pregressas que não resultaram em sanções formais, ou seja, que não foram objeto de decisão definitiva. Isso pode incluir investigações arquivadas, denúncias não comprovadas ou meros registros administrativos, criando um risco de punição implícita por fatos não julgados.

A nosso ver, ainda que o Edital afirme que a análise será “criteriosa e equilibrada”, e que tenhamos plena confiança de que a CVM permanecerá respeitando critérios e equilíbrio em suas análises, fato é que a ausência de critérios objetivos no texto da Minuta abre espaço para interpretações subjetivas, que em último caso comprometam a segurança jurídica dos regulados.

STOCHE FORBES

Assim, entendemos inadequada a inclusão do termo “histórico” ao rol de elementos a serem considerados pelo Colegiado ao deliberar sobre a oportunidade e conveniência da celebração do compromisso.

Esperamos que as considerações e sugestões ora apresentadas possam contribuir com os debates acerca dos temas tratados e reiteramos nossos votos de elevada estima e consideração a V. Sas., colocando-nos à disposição para prestar quaisquer esclarecimentos adicionais que eventualmente se façam necessários.

Cordialmente,

STOCHE FORBES ADVOGADOS