Rio de Janeiro, 18 de julho de 2025.

Ao Sr.
Antônio Carlos Berwanger
Superintendência de Desenvolvimento de Mercado – SDM
Comissão de Valores Mobiliários
Via *e-mail*: conpublicasdm0125@cvm.gov.br

Ref.: Edital de Consulta Pública SDM 01/2025

Ilustríssimo Senhor Superintendente,

Chediak e Cristofaro Advogados ("Chediak Advogados"), em atenção ao Edital de Consulta Pública SDM nº 01/2025, de 13 de maio de 2025 ("Edital"), submete a esta D. Comissão de Valores Mobiliários ("CVM") seus comentários à minuta de resolução que substituirá a Resolução CVM nº 44, de 23 de agosto de 2021, conforme alterada ("RCVM 44"), e implementará ajustes pontuais na Resolução CVM nº 80, de 29 de março de 2022 ("RCVM 80").

Como consta no Edital, a reforma tem por escopo duas minutas ("Minuta A" e "Minuta B", em conjunto "Minutas"). A Minuta A visa disciplinar a divulgação de fatos relevantes, a negociação de valores mobiliários na pendência de ato ou fato relevante e a divulgação de informações sobre a negociação de valores mobiliários, em substituição à RCVM 44, enquanto a Minuta B propõe ajustes de caráter acessório e complementar aos da Minuta A no âmbito da RCVM 80.

Inicialmente, gostaríamos de cumprimentar esta D. CVM pela iniciativa de suscitar o debate a respeito do aprimoramento das disposições atualmente previstas na

RCVM 44. Nesse contexto, e com o intuito de contribuir para as discussões e aperfeiçoamento das Minutas, apresentamos nossas considerações em atenção ao Edital.

A presente manifestação de Chediak Advogados está dividida organizada em dois Capítulos, que abordam os seguintes aspectos: **(I)** Competência regulatória da Comissão de Valores Mobiliários, com considerações e sugestões ao (1.1) artigo 32, § 1º; (1.2) artigo 39, § 1º; e (1.3) artigo 40, § 1º; todos da Minuta A; e **(II)** Presunções no âmbito de processos administrativos sancionadores e os limites da imputação de responsabilidade, com considerações, sugestões e pedidos de esclarecimento em relação ao (2.1) artigo 8º; (2.2) artigo 32, § 2º; (2.3) artigo 38; (2.4) artigo 40, § 4º; e (2.5) artigo 49; todos da Minuta A.

Capítulo I – Competência regulatória da Comissão de Valores Mobiliários

Esta D. CVM exerce papel central na estrutura regulatória do mercado de capitais brasileiro, e sua atuação compreende três grandes dimensões: (i) a função normativa, exercida por meio da edição de resoluções de caráter geral; (ii) a função fiscalizatória, que envolve o monitoramento do mercado e a manifestação de entendimentos sobre normas aplicáveis; e (iii) a função sancionadora, destinada à repressão de condutas infracionais no âmbito do mercado de valores mobiliários[1], em linha com as competências indicadas no artigo 8º[2] da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976 ("Lei nº 6.385/76").

Apesar da amplitude funcional, as atribuições desta D. CVM encontram limites claros no ordenamento jurídico. Importa notar que a CVM, enquanto órgão da

[1] "*A regulação exercida pela CVM, assim como ocorre com as demais agências reguladoras, envolve 3 (três) funções principais: editar regras para disciplinar os agentes do mercado, ponderando os conflitos entre os interesses públicos e privados, com fulcro no art. 8º, I da Lei 6.385/76; assegurar a aplicação de suas regras; e reprimir as infrações às normas legais e regulamentares cometidas no mercado que deve regular.*" CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. Estudos de direito empresarial, São Paulo: Saraiva, 2010, p. 380.

[2] "Art. 8º Compete à Comissão de Valores Mobiliários:
I - regulamentar, com observância da política definida pelo Conselho Monetário Nacional, as matérias expressamente previstas nesta Lei e na lei de sociedades por ações;
II - administrar os registros instituídos por esta Lei;
III - fiscalizar permanentemente as atividades e os serviços do mercado de valores mobiliários, de que trata o Art. 1º, bem como a veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele participem, e aos valores nele negociados;
IV - propor ao Conselho Monetário Nacional a eventual fixação de limites máximos de preço, comissões, emolumentos e quaisquer outras vantagens cobradas pelos intermediários do mercado;
V - fiscalizar e inspecionar as companhias abertas dada prioridade às que não apresentem lucro em balanço ou às que deixem de pagar o dividendo mínimo obrigatório."

Administração Pública, está submetida ao princípio da legalidade, nos termos do artigo 37, *caput*, da Constituição Federal[3].

Nesse contexto, importa examinar em maior detalhe o escopo e delimitações das competências conferidas a esta D. CVM:

No exercício de sua competência normativa, nos termos do inciso I do artigo 8º da Lei nº 6.385/76, incumbe a esta D. CVM "*regulamentar, com observância da política definida pelo Conselho Monetário Nacional, as matérias expressamente previstas* [na Lei nº 6.385/76] *e na lei de sociedades por ações*".

Trata-se de poder regulamentar infralegal, com escopo técnico e caráter geral e abstrato, e que deve sempre respeitar as delimitações que lhe são conferidas por lei[4]. Destina-se, portanto, à operacionalização de normas legais que regem a atuação dos participantes do mercado, inclusive companhias abertas, administradores, investidores, intermediários, consultores e auditores[5] – estando a atuação desta D. CVM restrita, portanto, aos limites definidos pela legislação em vigor em relação aos seus poderes de atuação e competências, em especial na Lei nº 6.385/76 e na Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, conforme alterada ("Lei nº 6.404/76").

Além disso, reforça-se que tal função normativa é exercida no contexto de um mercado de grande dinamismo e complexidade, cuja regulação exige respostas céleres, tecnicamente fundamentadas e adaptadas à evolução de suas práticas, sendo sua atuação enquanto instância regulatória essencial a fim de desmistificar conceitos jurídicos indeterminados – oferecendo a capacidade de interpretação e delimitação com

---

[3] "Art. 37. A administração pública direta e indireta de qualquer dos Poderes da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios obedecerá aos princípios de legalidade, impessoalidade, moralidade, publicidade e eficiência e, também, ao seguinte: (...)"

[4] *"Os atos infralegais, tais como as resoluções, instruções, deliberações, pareceres de orientação e decisões, retiram o fundamento de sua legalidade das normas superiores e têm a função de facilitar a compreensão e execução da lei, sem lhe retirar a essência, validade ou aplicabilidade; por esse motivo,* ***não podem criar deveres diversos do previsto em lei****."* (grifos nossos). Cf. EIZIRIK, Nelson. *Direito societário: estudos e pareceres*, São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 238.

[5] Nesse sentido, destaca NELSON EIZIRIK: "*Compete à CVM o poder de regular as matérias expressamente previstas na Lei das Sociedades Anônimas e na própria Lei nº 6.385/1976 (artigo 8º, I). Cabe-lhe, por exemplo, definir os tipos de instituições financeiras que poderão exercer atividades no mercado, assim como as espécies de operações ou serviços que poderão realizar (artigo 15, § 1º); expedir normas relativas a informações mínimas e à periodicidade de sua apresentação por pessoas com acesso a informação relevante (artigo 21-A); bem como normas aplicáveis às companhias abertas, sobre, entre outras matérias, a natureza das informações que devam divulgar e sua periodicidade, padrões de contabilidade, relatórios e pareceres de auditores independentes (artigo 22, § 1º).*" Cf. EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de capitais: regime jurídico. 4. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 367.

tecnicidade e sensibilidade regulatória[6]. A adequação do desempenho desse papel por esta D. CVM é imprescindível para fins de garantir a implementação do objetivo principal da legislação – qual seja, garantir o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários, através da garantia do seu funcionamento eficiente e regular, conforme indica a Exposição de Motivos da Lei nº 6.385/76:

> "[A Lei nº 6.385/76] *forma, em conjunto com o projeto de lei das sociedades por ações, um corpo de normas jurídicas* ***destinadas a fortalecer as empresas sob controle de capitais privados nacionais****. Com tal objetivo, ambos* ***procuram assegurar o funcionamento eficiente e regular o mercado de valores mobiliários****, propiciando a formação de poupanças populares e sua aplicação no capital dessas empresas.*"[7] (grifos nossos)

No âmbito de sua competência fiscalizatória, prevista no artigo 8º, inciso III, da Lei nº 6.385/76, esta D. CVM possui o dever de acompanhar permanentemente as atividades do mercado de valores mobiliários, inclusive no que se refere à veiculação de informações por seus participantes, o que permite a supervisão contínua e a análise posterior de condutas.

Já a função sancionadora da CVM tem como objetivo a responsabilização de participantes do mercado pela prática de infrações à legislação ou à regulamentação do mercado de valores mobiliários. Destaca-se que seu exercício está sujeito aos princípios constitucionais do devido processo legal, do contraditório, da ampla defesa e da presunção de inocência, exigindo que eventual responsabilização se fundamente em provas consistentes e em juízo motivado[8][9]. Como será examinado em capítulo próprio, a

---

[6] "*A atuação da CVM, portanto, deve pautar-se pela eficiência de seus atos, procurando, sempre que possível, agir com rapidez; para tanto, precisa ser tratada, a exemplo do que ocorre no sistema jurídico norte-americano – sua inegável fonte de inspiração – como verdadeira instância regulatória que é, cuja capacidade normativa, frente a conceitos indeterminados como "condições artificiais de demanda", "manipulação de preço", "operações fraudulentas", "práticas não equitativas", revela-se necessária à disciplina eficaz do mercado.*" EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Op. Cit.*, p. 374.

[7] Cf. Exposição de Motivos da Lei nº 6.385/76, disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/acesso_informacao/institucional/sobre/anexos/EM197-Lei6385.pdf>. Acesso em 18 de julho de 2025.

[8] "*A base dos princípios (e direitos) fundamentais do Direito Administrativo Sancionador, no sistema brasileiro, reside na cláusula do* due process of law*, expressamente prevista na CF/88. Necessário será, portanto, partir de uma visão preliminar desse importante princípio jurídico, percebendo o potencial alcance dessa cláusula constitucional no ordenamento jurídico pátrio. (...) Sem embargo, desde logo é possível assinalar que o devido processo legal resguarda, no campo das relações punitivas, direitos fundamentais em todas as direções possíveis e legítimas, o que envolve a proteção dos direitos. dos acusados e das vítimas em perspectiva equilibrada.*" OSÓRIO, Fábio Medina. Direito administrativo sancionador, 3ª ed., São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2010, p. 159.

[9] "*O aspecto mais relevante decorrente de uma aproximação científica, incluindo-se aspectos dogmáticos e de política criminal, entre direito penal e direito administrativo reside no estabelecimento de limites mais*

adequada observância aos limites impostos a essa atuação faz-se especialmente relevante quando se trata do uso de presunções normativas como base para a imputação de sanções administrativas.

Tais limites se revelam particularmente relevantes nas hipóteses em que a atuação da Autarquia, em qualquer de suas funções, afeta o exercício de direitos fundamentais no contexto societário, como o direito de voto, o acesso à informação e a autonomia da assembleia geral. Assim, a imposição de quaisquer condições ao exercício desses direitos, quando não expressamente autorizadas por lei, pode vir a representar restrição indevida à esfera privada dos seus entes sujeitos à sua regulamentação.

Por outro lado, reconhece-se que a atuação desta D. CVM vem sendo exercida de forma diligente e tecnicamente fundamentada, com atenção crescente à promoção da segurança jurídica, previsibilidade regulatória e alinhamento com boas práticas internacionais. Mecanismos como a realização de Consultas Públicas, como a que ora motiva esta manifestação, são instrumentos valiosos para a construção de um processo regulatório participativo, transparente e alinhado à realidade dos agentes regulados.

Nesse contexto, teceremos algumas considerações a respeito das alterações propostas no Edital, em especial no que diz respeito aos artigos 32, inciso I, 39, § 1º e 40, § 1º, todos da Minuta A, à luz do escopo e fronteiras estabelecidas pela legislação em vigor à atuação desta D. CVM.

1.1. Artigo 32, § 1º, da Minuta A – Competência da CVM para fiscalizar divulgação adequada de informação relevante

REDAÇÃO PROPOSTA NA MINUTA A	REDAÇÃO PROPOSTA CHEDIAK
Art. 32. A decisão entre a divulgação de informação por aviso de fato relevante ou por comunicado ao mercado deve ser pautada pela avaliação das pessoas referidas no art. 24 a respeito da relevância da informação a ser divulgada.	Art. 32. A decisão entre a divulgação de informação por aviso de fato relevante ou por comunicado ao mercado deve ser pautada pela avaliação das pessoas referidas no art. 24 a respeito da relevância da informação a ser divulgada.

rigorosos e claros ao âmbito punitivo do Estado. Em primeiro plano, é preciso observar, na esteira de Maia Filho e Maia, que 'a grande tarefa do Direito Público sempre foi (e continua sendo) a de construir barreiras jurídicas contra os avanços do poder estatal sobre as liberdades e os direitos subjetivos'. Alguns desses limites vêm expressamente previstos na Constituição Federal – especialmente a partir da proteção de direitos fundamentais, que não podem ser violados por meio da atuação estatal para além dos limites definidos constitucionalmente, bem como de garantias processuais previstas tanto ao processo judicial quanto ao administrativo, e, ainda, do princípio da legalidade." COSTA, Helena Regina Lobo da, Direito Penal Econômico e Direito Administrativo Sancionador: ne bis in idem como medida de política sancionadora integrada. 2013. Tese (Livre Docência) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013, p. 131-132.

§ 1º O disposto no caput não impede o posterior exame pela CVM da decisão tomada quanto à forma de divulgação da informação.	~~§ 1º O disposto no caput não impede o posterior exame pela CVM da decisão tomada quanto à forma de divulgação da informação.~~

No que tange a competência fiscalizatória desta D. CVM, passaremos a tecer considerações sobre a previsão estabelecida no § 1º do artigo 32 da Minuta A.

Trata-se de disposição que, a nosso ver, é redundante e desnecessária, pois apenas reafirma uma competência já expressamente atribuída à Autarquia pelo artigo 8º, inciso III, da Lei nº 6.385/76. Tal dispositivo já abrange o acompanhamento contínuo das companhias abertas, incluindo a supervisão quanto à forma, conteúdo e oportunidade da divulgação de informações ao mercado – o que incluiria, naturalmente, o exame por esta D. CVM quanto à decisão tomada em relação à forma de divulgação da informação via fato relevante ou comunicado ao mercado.

Além disso, o art. 157, § 4º, da Lei nº 6.404/76 atribui à divulgação de fato relevante o caráter de uma obrigação legal imposta às companhias abertas e seus administradores – derivando de tal previsão, por consequência lógica, o poder-dever desta D. CVM para fiscalizar o cumprimento dessa obrigação, sem necessidade de reforço infralegal.

A esse respeito, destacamos o entendimento já consolidado pela própria Autarquia, no sentido de reconhecer a competência desta D. CVM para avaliar a qualidade e a adequação da informação divulgada[10] e para responsabilizar o administrador que descumpre seu dever de divulgar fatos relevantes[11].

Entendemos que a técnica de inclusão, em normas regulatórias, de previsões que acabam por reproduzir, com relação a temas específicos, competências já conferidas de forma mais ampla pela legislação, gera o risco de interpretações indevidas – no sentido de que a competência fiscalizatória da CVM dependesse, em relação a cada objeto de fiscalização, de previsão expressa em dispositivos regulamentares específicos.

[10] Inquérito Administrativo CVM nº 22/99. Rel. Diretor Marcelo F. Trindade, j. 16.08.2001. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2001/20010816_PAS_2299.pdf. Acesso em: 18.07.2025.

[11] *PAS CVM nº RJ2012/10069, Rel. Diretor Pablo Renteria. j. em 31.03.2015. Disponível em:* https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2015/20150331_PAS_RJ201210069.pdf. Acesso em: 18.07.2025.

Diante de todo o exposto, sugerimos a exclusão da previsão do § 1º do artigo 32 da Minuta A.

1.2. Artigo 39, § 1º, da Minuta A – Vedação à restrição de direitos políticos sem amparo legal

REDAÇÃO PROPOSTA NA MINUTA A	REDAÇÃO PROPOSTA CHEDIAK
Art. 39. Quando o investidor não tiver objetivo de alterar a composição do controle ou a estrutura administrativa do emissor, a comunicação do atingimento de participação relevante no capital social do emissor deve ser enviada ao diretor de relações com investidores em até 3 (três) dias úteis, contados da realização do negócio que ocasionou a variação da participação. § 1º Além de observar o disposto no art. 38, o investidor deve abster-se de exercer direito de voto ou celebrar acordo tendo por objeto direito de voto até que efetue a comunicação de que trata o caput.	Art. 39. Quando o investidor não tiver objetivo de alterar a composição do controle ou a estrutura administrativa do emissor, a comunicação do atingimento de participação relevante no capital social do emissor deve ser enviada ao diretor de relações com investidores em até 3 (três) dias úteis, contados da realização do negócio que ocasionou a variação da participação. ~~§ 1º Além de observar o disposto no art. 38, o investidor deve abster-se de exercer direito de voto ou celebrar acordo tendo por objeto direito de voto até que efetue a comunicação de que trata o caput.~~

O artigo 39 da Minuta A atribui ao investidor que adquire participação acionária sem intenção de influenciar a estrutura de controle ou a administração da companhia o dever de comunicar o atingimento de tal participação no prazo de até 3 (três) dias úteis. Em complemento, seu § 1º estabelece o dever de tal investidor se abster de exercer seu direito de voto, enquanto não realizada a referida comunicação.

A esse respeito, e em linha com as considerações introdutórias tecidas neste Capítulo I, observamos que, ainda que o direito de voto não integre o rol de direitos essenciais dos acionistas previsto no artigo 109 da Lei nº 6.404/76, eventuais restrições ao seu exercício somente podem decorrer de previsão legal, não podendo ser criadas por ato infralegal da CVM, e tampouco podem ser presumidas por interpretação extensiva do poder regulamentar desta D. Autarquia.

Essa compreensão é reforçada na manifestação do então Diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos, proferida no âmbito do Inquérito Administrativo CVM Nº RJ2001/4977:

> "*O acionista, tanto aqui como em outras legislações, é livre para exercer o seu direito de voto. Este direito de voto deve ser livremente exercido conforme a sua* autodeterminação, *tomando por baliza o interesse social, a teor do artigo 115 da Lei nº 6.404/76 e, no caso do*

acionista controlador, o artigo 116, parágrafo único da Lei 6.404/76." [12]

A legislação vigente estabelece hipóteses específicas nas quais seria possível a restrição a esse direito – como os artigos 30, § 4º[13], 110, § 1º[14], 111[15], 113[16], 114[17], 115, § 1º[18], 118, § 8º[19] e 120[20], da Lei nº 6.404/76, e o artigo 25[21], da Lei nº 6.385/76. A restrição ao exercício do direito de voto prevista no artigo 39, § 1º da Minuta A, no entanto, não encontra amparo legal direto na legislação vigente.

Em nossa interpretação, portanto, a previsão do § 1º artigo 39 da Minuta A representaria a imposição de restrição indevida aos direitos políticos dos acionistas, ao condicionar o exercício do direito de voto ao cumprimento de obrigação acessória sem respaldo em lei – o que configuraria ingerência indevida da Administração Pública sobre a esfera privada, diante da imposição de restrições que só poderiam ser determinadas por lei em sentido formal[22].

---

[12] Voto do Diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos, no âmbito do Inquérito Administrativo CVM Nº RJ2001/4977. Rel. Diretora Norma Jonssen Parente, j. 19/12/2001. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2001/20011219_PAS_RJ20014977.pdf. Acessado em: 18.07.2025.

[13] "Art. 30. A companhia não poderá negociar com as próprias ações. (...)
§ 4º As ações adquiridas nos termos da alínea b do § 1º, enquanto mantidas em tesouraria, não terão direito a dividendo nem a voto."

[14] "Art. 110. A cada ação ordinária corresponde 1 (um) voto nas deliberações da assembléia-geral.
§ 1º O estatuto pode estabelecer limitação ao número de votos de cada acionista."

[15] "Art. 111. O estatuto poderá deixar de conferir às ações preferenciais algum ou alguns dos direitos reconhecidos às ações ordinárias, inclusive o de voto, ou conferi-lo com restrições, observado o disposto no artigo 109."

[16] "Art. 113. O penhor da ação não impede o acionista de exercer o direito de voto; será lícito, todavia, estabelecer, no contrato, que o acionista não poderá, sem consentimento do credor pignoratício, votar em certas deliberações."

[17] " Art. 114. O direito de voto da ação gravada com usufruto, se não for regulado no ato de constituição do gravame, somente poderá ser exercido mediante prévio acordo entre o proprietário e o usufrutuário."

[18] "Art. 115. O acionista deve exercer o direito a voto no interesse da companhia; considerar-se-á abusivo o voto exercido com o fim de causar dano à companhia ou a outros acionistas, ou de obter, para si ou para outrem, vantagem a que não faz jus e de que resulte, ou possa resultar, prejuízo para a companhia ou para outros acionistas.
§ 1º o acionista não poderá votar nas deliberações da assembléia-geral relativas ao laudo de avaliação de bens com que concorrer para a formação do capital social e à aprovação de suas contas como administrador, nem em quaisquer outras que puderem beneficiá-lo de modo particular, ou em que tiver interesse conflitante com o da companhia."

[19] "Art. 118. Os acordos de acionistas, sobre a compra e venda de suas ações, preferência para adquiri-las, exercício do direito a voto, ou do poder de controle deverão ser observados pela companhia quando arquivados na sua sede. (...)
§ 8º O presidente da assembléia ou do órgão colegiado de deliberação da companhia não computará o voto proferido com infração de acordo de acionistas devidamente arquivado."

[20] " Art. 120. A assembléia-geral poderá suspender o exercício dos direitos do acionista que deixar de cumprir obrigação imposta pela lei ou pelo estatuto, cessando a suspensão logo que cumprida a obrigação."

[21] "Art . 25. Salvo mandato expresso com prazo não superior a um ano, o administrador de carteira e o depositário de valores mobiliários não podem exercer o direito de voto que couber às ações sob sua administração ou custódia."

[22] Nessa mesma linha, NELSON EIZIRIK comenta o questionamento da constitucionalidade do Decreto nº 3.995/2001, que altera a Lei nº 6.385/76, por estabelecer obrigações e restrições de direitos de particulares

Assim, entendemos que a imposição da referida restrição ao exercício do direito de voto extrapolaria os limites legais conferidos à competência normativa desta D. CVM, diante da ausência de previsão legal autorizando esta possibilidade, e os limites traçados pela própria Lei nº 6.385/76 e pela Lei nº 6.404/76.

Diante de tais considerações, recomendamos a exclusão do § 1º do artigo 39 da Minuta A, por entendermos que a CVM não dispõe de mandato legal para impor tal limitação ao direito de voto.

1.3. *Artigo 40, § 1º, da Minuta A – Vedação à restrição de direitos políticos sem amparo legal*

REDAÇÃO PROPOSTA NA MINUTA A	REDAÇÃO PROPOSTA CHEDIAK
Art. 40. (...) *§ 1º O investidor deve abster-se de tomar qualquer medida voltada à alteração da composição do controle ou a estrutura administrativa do emissor até que efetue a comunicação de que trata o caput.*	*Art. 40. (...)* *§ 1º O investidor deve ~~abster-se de tomar qualquer medida voltada~~ assegurar que a comunicação de que trata o caput seja efetivada previamente à adoção de qualquer medida concreta voltada à alteração da composição do controle ou da estrutura administrativa do emissor ~~até que efetue a comunicação de que trata o caput~~.*

Em linha similar ao artigo 39, § 1º, o § 1º do artigo 40 da Minuta A prevê que, quando o investidor tiver a intenção de alterar a composição do controle ou a estrutura administrativa do emissor, deverá abster-se de adotar medidas com esse objetivo até a efetivação da comunicação.

A intenção do dispositivo nos parece ser a de impedir que surja situação de assimetria informacional, diante de eventual adoção de medidas concretas que venham a alterar a composição do controle ou a estrutura administrativa do emissor sem que os

sem a observância ao adequado rito legal: "*O Decreto nº 3.995/2001 teve sua constitucionalidade questionada, em razão de outorgar poderes à CVM para impor às pessoas físicas e jurídicas de direito privado deveres e obrigações de prestação e de abstenção de atos próprios da esfera jurídica privada, obrigando-as a fazer e a não fazer, atingindo sua privacidade e cominando-lhes condutas que cerceiam a liberdade e os direitos subjetivos, o que só poderia ter sido feito por lei.*
Ao conferir nova redação ao artigo 9º da Lei nº 6.385/1976, por exemplo, o Decreto nº 3.995/2001 criou obrigações e restringiu direitos de particulares, submetendo quaisquer pessoas ao poder da CVM de examinar livros, registros contábeis e arquivos eletrônicos.". EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de capitais: regime jurídico. 4. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 368.

demais participantes do mercado tenham tomado conhecimento a respeito de tal intenção – e, consequentemente, tal informação esteja adequadamente precificada.

O fundamento da norma, nesse ponto, nos parece legítimo, mas sua redação, da forma como está, pode induzir a uma interpretação excessivamente restritiva. Isto é, de que esta D. CVM estaria, através de norma regulamentar sem respaldo legal, criando nova restrição ao exercício dos direitos políticos dos acionistas – à guisa de nossos comentários no item 1.2 acima.

A redação do dispositivo deve deixar claro que o investidor não está impedido de exercer os direitos decorrentes da sua posição acionária – mas que deverá cumprir o dever de comunicar sua intenção antes de efetivamente fazê-lo, a fim de evitar a quebra da simetria informacional no momento da adoção de medidas com impacto potencial relevante na composição do controle e/ou estrutura administrativa do emissor em questão.

A ênfase normativa deveria recair não sobre um "dever de abstenção", mas sobre a obrigação de assegurar que o mercado esteja previamente informado, por meio da comunicação exigida, antes da adoção de tais medidas. O vício regulado, portanto, não está na ação do investidor em si, mas em sua realização sem que os demais participantes do mercado tenham tido acesso à informação relevante de forma tempestiva e equitativa.

Diante do exposto, sugerimos que seja implementada, no artigo 40, § 1º, da Minuta A, a proposta de redação em destaque na tabela acima, ao início deste item 1.3.

Capítulo II - Presunções no âmbito de processos administrativos sancionadores e os limites da imputação de responsabilidade

Como explicado no Capítulo I acima, a atuação da CVM se estrutura a partir de três eixos: normativo, fiscalizatório e sancionador. Se, por um lado, a competência normativa deve respeitar os limites legais e os direitos assegurados aos participantes do mercado; e, por outro, a competência fiscalizatória autoriza a apuração posterior de condutas lesivas, a vertente sancionadora exige especial atenção às garantias fundamentais dos investigados e acusados.

É nesse contexto que se insere o presente Capítulo, dedicado a examinar os cuidados que devem orientar o uso de presunções no âmbito de processos administrativos sancionadores – com especial atenção aos conceitos atinentes à distinção entre presunção e indício, aos limites do juízo de imputação e ao ônus da prova nos termos do devido processo legal. A esse respeito, é importante destacar que a atuação sancionadora da CVM, por mais que se desenvolva no campo administrativo, submete-se aos mesmos princípios estruturantes do direito penal, notadamente os princípios da presunção de inocência, do devido processo legal e da exigência de prova robusta para qualquer juízo condenatório[23][24].

Nesse contexto, importa diferenciar os conceitos de "indício" e de "presunção":

No âmbito penal, o artigo 239 do Decreto-Lei nº 3.689, de 3 de outubro de 1941 (Código de Processo Penal) define o indício como "*a circunstância* ***conhecida e provada*** *que, estando relacionada com o fato, permite, por dedução lógica, concluir pela existência de outra ou outras circunstâncias*" (grifos nossos).

---

[23] *"A cláusula do devido processo legal formal e substancial, derivada do art. 5º, LIV e LV da CF, além de estar influenciada por diplomas de origem romano-germânica, encontra referencial no direito estadunidense, de base sistemática e jurídica estruturada pela common law. Não obstante, a mescla de culturas jurídicas, que sempre foi característica marcante do sistema pátrio, fomenta-se fortemente a absorção, por este, do sistema anglo-saxão, cujas potencialidades históricas estão longe de se esgotarem nas vertentes originárias. O Supremo Tribunal Federal (STF) soube e tem sabido trabalhar com profundidade a cláusula em exame, dela extraindo consequências notáveis, em especial na busca da denominada interdição ao arbítrio de poderes públicos.*
Repare-se, a propósito, que a Corte Suprema firmou claro entendimento 'no sentido de que o princípio do devido processo legal, de acordo com o texto constitucional, também se aplica aos procedimentos administrativos' e que, muitas vezes, é necessária a análise de legislação infraconstitucional para a verificação da sua observância. Em matéria de Direito Administrativo Sancionador, isso implica inclusive elevar sobremaneira a importância do Superior Tribunal de Justiça (STJ), em especial no que diz respeito a processos administrativos sancionadores no âmbito do mercado de capitais." SANTOS, Alexandre Pinheiro dos; OSÓRIO, Fábio Medina; WELLISCH, Julya Sotto Mayor. Mercado de Capitais – Regime Sancionador. São Paulo: Saraiva, 2012. p. 43-44.

[24] *"O devido processo legal sancionador contempla pelo menos os seguintes direitos e garantias fundamentais dos acusados em geral, todos permeados pelos postulados da proporcionalidade, da razoabilidade, do Estado de Direito, da segurança jurídica (art. 5º, inciso XXXVI, da CF, e art. 2º da Lei n. 9.784/99) e da isonomia: (i) garantia de que a administração pública só pode fazer o que a lei permitir (princípio da legalidade, art. 5º, II, da CF), aí incluída a própria Administração da Justiça; (ii) acesso à ordem jurídica justa (art. 5º, XXXV, da CF); (iii) proteção ao direito adquirido, ao ato jurídico perfeito e à coisa julgada (art. 5º, XXXVI, da CF); (iv) garantia de ser processado e sentenciado somente por atividade competente (art. 5º, XXXVII e LIII, da CF); (v) individualização da pena (art. 5º, XLV e XLVI, da CF); (vi) garantia de que ninguém será privado de liberdade ou de seus bens sem o devido processo legal (art. 5º, LIV e LV, da CF); (vii) imparcialidade do juiz, garantida pelo dever de motivação das decisões (art. 5º, LX, e art. 93, IX da CF, e art. 50 da Lei n. 9.784/99); (viii) razoável duração do processo (art. 5º, LXXVIII, da CF); (ix) garantia de igualdade perante a lei, sem distinção de qualquer natureza (art. 5º, caput, e I, da CF); e (x) presunção de inocência (art. 5º, LVIII, da CF).*
É a presunção de inocência o princípio basilar que garante a efetividade dos demais princípios constitucionais aqui referidos, eis que, sem a sua incidência plena, tais princípios transformar-se-iam em garantias meramente teóricas." SANTOS, Alexandre Pinheiro dos; OSÓRIO, Fábio Medina; WELLISCH, Julya Sotto Mayor. *Op. cit.*, p. 76.

Por sua vez, a presunção (ainda que relativa) opera também através de um juízo dedutivo, mas que se implementa através da antecipação do juízo de mérito, e tem como efeito a imposição, ao acusado, do ônus de comprovar sua inocência. Fala-se, aqui, na chamada "inversão do ônus da prova" – que deve ser considerada aceitável apenas diante da existência de **fatos provados** e de proporcionalidade regulatória, sob o risco de permitir que acusações sejam construídas com base em elementos estritamente conjecturais, em violação aos princípios fundamentais de observância obrigatória no âmbito penal. Nessa linha, FÁBIO KONDER COMPARATO adverte:

> *"Por aí se vê que **a presunção indiciária não é, propriamente, uma prova, mas um juízo dedutivo a partir de fatos provados**. **Se se tratasse de prova, ela poderia servir, em matéria penal, à construção de acusações puramente conjecturais, em grave atentado à liberdade individual**. Por exemplo: todo criminoso costuma ocultar a arma do crime; a arma utilizada na tentativa de homicídio não foi encontrada; logo, o indiciado a escondeu.*
> *(...)*
> *Seria, com efeito, insuportável despautério que alguém pudesse ser denunciado criminalmente pela prática de um fato supostamente ocorrido: um homicídio sem cadáver, um furto sem a prova da subtração de coisa móvel, uma bigamia sem prova da celebração de novo casamento. Por isso mesmo, o Código de Processo Penal exige que a denúncia ou queixa contenha "a exposição do fato criminoso, com todas as suas circunstâncias" (art. 41). **Sobre a ocorrência do crime não pode subsistir dúvida alguma, sendo claramente inepta a peça acusatória que se fundasse não em fato provado e indiscutível, mas em simples conjecturas**."*[25] (grifos nossos)

Isto é, para o direito penal, as presunções fundamentadas em indícios não são consideradas provas e, portanto, não podem ser utilizadas exclusivamente como fundamento para uma acusação, muito menos como base para uma condenação.

No âmbito administrativo, também cabe notar que, mesmo nos casos em que se admite a fundamentação de uma condenação com base em prova indiciária, como tem entendido a jurisprudência da CVM em casos de *insider trading*[26], esta deve ser

[25] COMPARATO, Fábio Konder. Direito Público: Estudos e Pareceres. São Paulo: Saraiva, 1996. pp. 256 e 257)
[26] Nessa linha, PAS CVM nº RJ2013/10579, j. em 10.03.2015. Dir. Rel. Roberto Tadeu Antunes Fernandes. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2015/20150310_PAS_RJ201310579.pdf. Acesso em: 18.07.2025;

"*apoiada por uma pluralidade de indícios sólidos e convergentes, que não sejam contraditados por contraindícios* [sic.]."[27]. Nessa mesma linha, GUSTAVO GONZALEZ[28] observa que, na ausência de prova direta de autoria e materialidade, incumbe ao julgador a tarefa de realizar uma análise exaustiva e diligente a respeito dos indícios, contra indícios e eventuais causalidades que possam se relacionar ao fato objeto da acusação, sob todos os ângulos possíveis.

Assim, é importante reconhecer os desafios atinentes à produção da chamada "prova negativa", que se impõe ao acusado quando se adota uma presunção legal desacompanhada de outros elementos concretos de prova. Em grande parte dos casos, ao se presumir a ocorrência de uma infração com base em elementos genéricos, como vínculos formais ou critérios temporais isolados, é transferida ao acusado o ônus de comprovar um fato negativo, ou seja, de demonstrar que determinado fato não ocorreu, que não houve dolo, que não atuou em conjunto ou que não se beneficiou de informação assimétrica.

Esse tipo de exigência não apenas dificulta, em muitos casos desproporcionalmente, o exercício da ampla defesa, como também compromete a própria lógica do processo administrativo sancionador. A prova negativa é, por definição, de produção excepcionalmente difícil (quando não impossível), especialmente em

---

PAS CVM nº RJ2014/3225, j. em 13.09.2016, Dir. Rel. Roberto Tadeu Antunes Fernandes. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2016/20160913_PAS_RJ20143225.pdf. Acesso em: 18.07.2025;
PAS CVM nº 25/2010, j. em 04.07.2017, Dir. Rel. Henrique Balduino Machado Moreira. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2017/25_2010.pdf. Acesso em 18.07.2025; e
PAS CVM nº RJ2016/5039, j. em 26.09.2017, Dir. Rel. Gustavo Machado Gonzalez. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2017/RJ_20165039_Renato-Ramos.pdf. Acesso em: 18.07.2025.

[27] Voto do Diretor Relator Gustavo Gonzalez no âmbito do PAS CVM nº RJ2016/2384, j. em 08.10.2018. Disponível em:https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/anexos/2019/20191126_PAS_CVM_RJ2016_2384_SEI_19957_001639_2016_15_voto_diretor_henrique_machado.pdf-af2660a5f32a4394a586fd58ce6f0e6a. Acesso em: 18.07.2025.

[28] *"De acordo com Camargo Aranha, a prova indiciária não é absoluta e a sua valoração deve considerar a possibilidade de interferência da casualidade ou do azar, fator ao qual se refere como 'grau de azaridade'. Segundo aponta, a casualidade ou o azar ocorrem quando 'numa realidade objetiva, duas ou mais séries fenomênicas, não solidárias, se encontram, interferindo e dando lugar a fatos novos'.*
(...)
pode-se extrair a ideia de que ***não se pode conferir valor pleno à prova indiciária, cuja análise deve ser feita sempre de forma contextualizada****. Na ausência de prova direta a indicar a autoria e a materialidade, o julgador estará sujeito à complexa tarefa de analisar, cuidadosa e diligentemente, a suposta conduta irregular sob todos os prismas, sopesando os indícios e os contra indícios constantes dos autos de forma imparcial, considerando, ainda, eventuais causalidades suscitadas."* GONZALEZ, Gustavo Machado. Processo Sancionador nos Mercados Financeiros e de Capitais. São Paulo, Thomson Reuters – Revista dos Tribunais, 2023, p. 168-169.

contextos nos quais a acusação se baseia em presunções não amparadas por indícios objetivos.

Adicionalmente, uma acusação ou condenação que se limita ao fundamento em meras presunções – o que sugere a inexistência de prova direta – dá indícios de falta de nexo de causalidade entre a conduta e o suposto resultado ilícito. Como destaca FRANCISCO MÜSSNICH, no contexto do *insider trading* a "*ausência de prova de detenção de informação privilegiada significa que não há nexo de causalidade entre a conduta do acusado e um suposto resultado ilícito. O nexo de causalidade é, portanto, requisito que exige a comprovação de ocorrência de ilícito, de tal maneira que haja uma vinculação direta entre o agir e o que a lei coíbe. Trata-se do ponto de partida para qualquer responsabilização.*". [29]

No julgamento do Processo Administrativo CVM TA-RJ2002/2405, o então Diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos alertou para os riscos de presunções sem respaldo em provas (ainda que indiciárias) no âmbito sancionador:

> "*Com efeito, não se tem prova – mesmo indiciária – da ocorrência de qualquer ilícito; de outro lado e igualmente, não se tem prova – mesmo indiciária – da autoria deste ilícito do qual não se sabe sequer se ocorreu.*
> *A questão é, portanto, do ponto de vista material e processual, absolutamente gasosa, no sentido de não ter qualquer concretude, mas apenas, com o devido respeito, conjecturas.*
> ***A mera plausibilidade teórica de que determinada situação ocorra ou tenha ocorrido não autoriza nem acusação, que dirá condenação**. E a só lembrança dessa situação causa arrepios, pois todo o esforço do Estado de Direito é para se evitar possibilidades deste jaez, cujos resultados são conhecidos e deram origem, não faz tanto tempo assim, a episódis* [sic.] *que a história prefere esquecer, como gulags e que tais.*
> *(...)*
> *E neste pedaço, imediatamente recordo-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. Felizmente isso não é a verdade, pelo menos **à luz do processo administrativo**, porque aqui **se cuida essencialmente de um processo de natureza disciplinar e**, como é já assentado*

[29] MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. *O insider trading no direito brasileiro*. São Paulo: Saraiva, 2017. p. 47.

> *em toda e qualquer doutrina em que se cuidou do assunto,* ***nesse tipo de processo é fundamental a existência de provas****.*"[30]

Portanto, não há dúvidas de que a imputação de condutas infracionais deve ser feita com base em elementos probatórios objetivos e consistentes, nunca por mera presunção abstrata. É justamente essa inversão lógica da prova que, ao ser naturalizada, fragiliza a posição do acusado e desequilibra o processo administrativo sancionador.

Tendo em vista esse marco conceitual e os limites impostos pelo devido processo legal, passamos agora à análise de dispositivos da Minuta A que, a nosso ver, incorporam presunções normativas. Afinal, ainda que se compreenda a preocupação da Autarquia com a prevenção de condutas abusivas, é fundamental assegurar que nenhuma presunção se converta, na prática, em inversão indevida do ônus da prova ou em autorização genérica para imputações sancionatórias.

Em nosso entendimento, as presunções normativas constantes da Minuta A, ainda que bem-intencionadas, devem ser objeto de revisão criteriosa, de forma a evitar a criação de inferências automáticas de conduta ilícita desacompanhadas de elementos objetivos de prova.

A regulação do mercado de capitais deve buscar um equilíbrio entre a prevenção de abusos e a preservação das garantias fundamentais dos participantes. A segurança jurídica, a proporcionalidade e a centralidade da prova concreta no processo sancionador são valores que não apenas protegem os regulados, mas também reforçam a legitimidade e a efetividade da atuação da própria CVM.

Por essa razão, teceremos algumas considerações a respeito das alterações propostas no Edital, em especial no que diz respeito aos artigos 8º, 32, § 2º, 38, inciso III, 40, § 4º e 49, todos da Minuta A, à luz do escopo e fronteiras estabelecidas pela legislação em vigor à atuação desta D. CVM.

2.1. Artigo 8º da Minuta A – Conceito de pessoa vinculada e presunções automáticas de atuação conjunta

[30] Voto do Diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos, no âmbito do TA-RJ2002/2405. Rel. Diretora Norma Jonssen Parente j. em 09.10.2003. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2003/20031009_PAS_RJ20022405.pdf. Acesso em 18.07.2025.

2.1.1. Proposta Principal

REDAÇÃO PROPOSTA NA MINUTA A	REDAÇÃO PRINCIPAL PROPOSTA CHEDIAK
Art. 8º Para os efeitos desta Resolução, entende-se por pessoa vinculada a pessoa natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos que atue em conjunto ou representando o mesmo interesse de outra pessoa, grupo de pessoas, fundo ou universalidade de direitos, observado o § 1º; § 1º Presume-se agindo em conjunto ou representando o mesmo interesse de outra pessoa, natural ou jurídica, grupo de pessoas, fundo ou universalidade de direitos: I – seu cônjuge, companheiro, ascendente, descendente ou colateral até o 2º grau. II – seu controlador, direto ou indireto, ou quem seja por ela controlado ou esteja com ela submetido a controle comum; III – quem tenha adquirido, ainda que sob condição suspensiva, o seu controle ou o do emissor, ou seja promitente comprador ou detentor de opção de compra do controle acionário do emissor, ou intermediário em negócio de transferência daquele controle; IV – o gestor de recursos em relação aos fundos de investimento por ele geridos nos quais exerça administração discricionária da carteira; e V – o inventariante, administrador judicial ou equivalente, em relação à universalidade de direitos. § 2º As presunções de que trata o § 1º são relativas e devem ser analisadas em conjunto com outros elementos que indiquem se os investidores, de fato, agem em conjunto ou representam o mesmo interesse.	Art. 8º Para os efeitos desta Resolução, entende-se por pessoa vinculada a pessoa natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos que atue de forma coordenada ou representando interesses substancialmente comuns a ~~em conjunto ou representando o mesmo interesse de~~ outra pessoa, grupo de pessoas, fundo ou universalidade de direitos~~, observado o § 1º~~; ~~§ 1º Presume-se agindo em conjunto ou representando o mesmo interesse de outra pessoa, natural ou jurídica, grupo de pessoas, fundo ou universalidade de direitos:~~ ~~I – seu cônjuge, companheiro, ascendente, descendente ou colateral até o 2º grau.~~ ~~II – seu controlador, direto ou indireto, ou quem seja por ela controlado ou esteja com ela submetido a controle comum;~~ ~~IIII – quem tenha adquirido, ainda que sob condição suspensiva, o seu controle ou o do emissor, ou seja promitente comprador ou detentor de opção de compra do controle acionário do emissor, ou intermediário em negócio de transferência daquele controle;~~ ~~IIIV – o gestor de recursos em relação aos fundos de investimento por ele geridos nos quais exerça administração discricionária da carteira; e~~ ~~V – o inventariante, administrador judicial ou equivalente, em relação à universalidade de direitos.~~ ~~§ 2º As presunções de que trata o § 1º são relativas e devem ser analisadas em conjunto com outros elementos que indiquem se os investidores, de fato, agem em conjunto ou representam o mesmo interesse.~~

À luz das considerações expostas na introdução deste Capítulo II sobre os riscos decorrentes da utilização de presunções normativas no âmbito de processos administrativos sancionadores, examina-se, à luz desses mesmos fundamentos, o conteúdo do artigo 8º da Minuta A, que trata do conceito de "pessoa vinculada".

Em primeiro lugar, nos parece que a redação do *caput* do artigo 8º, inspirada em outros diplomas regulamentares, como o artigo 2º, inciso XVI, da Resolução CVM nº 160, de 13 de julho de 2022, conforme alterada[31], carece de ajustes com vistas a tornar a redação mais precisa e técnica, além de indicar que as hipóteses nas quais se caracteriza a relação de vinculação entre duas pessoas deverão contar com critérios objetivos, evitando interpretações excessivamente abrangentes e genéricas. Nesse sentido, recomendamos a substituição do termo "atue em conjunto" por "atue de forma coordenada", a fim de sugerir uma ação deliberada e organizada entre as partes. Além disso, sugerimos que o termo "representando o mesmo interesse" seja substituído por "representando interesses substancialmente comuns", exigindo-se assim uma identidade material ou convergência relevante de interesses, e não mera coincidência de objetivos ou relações formais.

Adicionalmente, redação proposta para os parágrafos 1º e 2º desse dispositivo estabelece uma série de hipóteses nas quais se presume, de forma automática, a existência de atuação coordenada ou de representação de interesses comuns entre indivíduos e entidades. Embora nos pareça que tal abordagem tenha como finalidade a prevenção da ocorrência do ilícito, entendemos que a inclusão de presunções legais amplas, especialmente aquelas fundadas em vínculos de parentesco ou estruturas contratuais genéricas, pode gerar efeitos desproporcionais, comprometendo a segurança jurídica e a observância aos princípios fundamentais que regem o instituto do direito processual administrativo sancionador.

Em nosso entendimento, e em linha com as considerações apresentadas na parte introdutória deste Capítulo II, a previsão do referido rol de presunções legais para caracterização de atuação conjunta ou representação de interesses comuns, mesmo sob a ressalva de que tais presunções seriam "relativas", nos termos do §2º do artigo 8º, revela-se juridicamente inadequada e incompatível com a lógica principiológica da atuação sancionadora da CVM.

[31] "Art. 2º Para os efeitos desta Resolução, entende-se por: (...)
XVI – pessoas vinculadas: controladores, diretos ou indiretos, ou administradores dos participantes do consórcio de distribuição, do emissor, do ofertante, bem como seus cônjuges ou companheiros, seus ascendentes, descendentes e colaterais até o 2º grau, sociedades por eles controladas direta ou indiretamente e, quando atuando na emissão ou distribuição, as demais pessoas consideradas vinculadas na regulamentação da CVM que dispõe sobre normas e procedimentos a serem observados nas operações realizadas com valores mobiliários em mercados regulamentados; (...)"

Na prática, tais previsões transferem ao acusado o ônus de afastar uma imputação potencialmente sancionadora – o que, no âmbito da regulação de condutas, só é admissível quando tal inversão estiver baseada em critérios objetivos, vinculados à conduta, e não a situações formais ou relacionais abstratas. Ao que nos parece, a criação de presunções meramente baseadas em parentesco, vínculos societários, contratuais ou fiduciários — sem demonstração de condutas coordenadas — afronta o princípio da responsabilidade subjetiva, inerente à disciplina do direito processual administrativo sancionador.

A adoção de um regime de presunções, mesmo como "relativas", cria um ambiente de incerteza e expõe a uma ampla gama de sujeitos (incluindo parentes, herdeiros, gestores e intermediários, entre outros) ao risco de responsabilização por vínculos presumidos, ainda que inexistam atos concretos de articulação conjunta no âmbito do exercício de direitos ou na formação de decisões relacionadas ao emissor. Com efeito, sua adoção, em especial quando ausente o fundamento em critérios objetivos, pode comprometer a segurança jurídica e previsibilidade regulatória em relação aos participantes do mercado, além da própria efetividade da norma.

Nessa linha, em nosso entendimento o regime de presunções proposto pelo artigo 8º carece de critérios normativos claros e proporcionais com vistas a sustentar que os sujeitos listados em seu § 1º estariam, presumidamente, atuando em conjunto entre si. Ao ignorar o caráter instrumental, limitado ou circunstancial de muitos desses vínculos (como promessas condicionais, vínculos familiares sem gestão conjunta, ou atuação técnica de gestores), o dispositivo ultrapassa os limites da tipicidade e da legalidade estrita no direito sancionador.

Diante do exposto, sugerimos, em complemento aos ajustes ao caput do artigo 8º indicados acima, a exclusão, por completo, de seus § 1º e § 2º.

Subsidiariamente, caso esta D. CVM não venha a acolher as sugestões apresentadas neste item 2.1.1, pedimos que seja considerada a proposta alternativa indicada abaixo.

2.1.2. Proposta Alternativa

REDAÇÃO PROPOSTA NA MINUTA A	REDAÇÃO ALTERNATIVA PROPOSTA CHEDIAK
Art. 8º Para os efeitos desta Resolução, entende-se por pessoa vinculada a pessoa natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos que atue em conjunto ou representando o mesmo interesse de outra pessoa, grupo de pessoas, fundo ou universalidade de direitos, observado o § 1º; § 1º Presume-se agindo em conjunto ou representando o mesmo interesse de outra pessoa, natural ou jurídica, grupo de pessoas, fundo ou universalidade de direitos: I – seu cônjuge, companheiro, ascendente, descendente ou colateral até o 2º grau. II – seu controlador, direto ou indireto, ou quem seja por ela controlado ou esteja com ela submetido a controle comum; III – quem tenha adquirido, ainda que sob condição suspensiva, o seu controle ou o do emissor, ou seja promitente comprador ou detentor de opção de compra do controle acionário do emissor, ou intermediário em negócio de transferência daquele controle; IV – o gestor de recursos em relação aos fundos de investimento por ele geridos nos quais exerça administração discricionária da carteira; e V – o inventariante, administrador judicial ou equivalente, em relação à universalidade de direitos. § 2º As presunções de que trata o § 1º são relativas e devem ser analisadas em conjunto com outros elementos que indiquem se os investidores, de fato, agem em conjunto ou representam o mesmo interesse.	Art. 8º Para os efeitos desta Resolução, entende-se por pessoa vinculada a pessoa natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos que atue de forma coordenada ou representando interesses substancialmente comuns a ~~em conjunto ou representando o mesmo interesse de~~ outra pessoa, grupo de pessoas, fundo ou universalidade de direitos, observado o § 1º; § 1º Presume-se agindo de forma coordenada ou representando interesses substancialmente comuns a ~~em conjunto ou representando o mesmo interesse de~~ outra pessoa, natural ou jurídica, grupo de pessoas, fundo ou universalidade de direitos: I – seu cônjuge do qual não esteja separado judicial ou extrajudicialmente, companheiro, e de qualquer dependente incluído em sua declaração de ajuste anual do impostos sobre a renda ~~ascendente, descendente ou colateral até o 2º grau~~, quando houver indícios adicionais de atuação conjunta ou representação de interesse comum, por exemplo, por meio de participação em estruturas societárias comuns, o exercício de direito de voto conjunto em assembleias, ou gestão patrimonial coordenada. II – seu controlador, direto ou indireto, ou quem seja por ela controlado ou esteja com ela submetido a controle comum; III – quem tenha adquirido, ainda que sob condição suspensiva, o seu controle ou o do emissor, ou seja promitente comprador ou detentor de opção de compra do controle acionário do emissor, ou intermediário em negócio de transferência daquele controle, desde que evidenciada atuação coordenada no exercício de direitos ou na formação de decisões relacionadas ao emissor; IV – o gestor de recursos em relação aos fundos de investimento por ele geridos nos quais exerça administração discricionária da carteira; e V – o inventariante, administrador judicial ou equivalente, em relação à universalidade de direitos.

	§ 2º As presunções de que trata o § 1º são relativas e devem ser analisadas em conjunto com outros elementos que indiquem de forma objetiva se os investidores, de fato, agem de forma coordenada ou representam interesses substancialmente comuns a ~~em conjunto ou representam o mesmo interesse~~, sendo considerados, entre outros, a existência de vínculos societários, patrimoniais ou contratuais, a participação conjunta em estruturas de investimento, a atuação coordenada em assembleias ou a gestão comum de carteiras.

Primeiramente, reiteramos nessa proposta alternativa os ajustes sugeridos no item 2.1.1 à redação do *caput* do artigo 8º, com vistas a tornar a redação mais precisa e técnica, com a substituição do termo "atue em conjunto" por "atue de forma coordenada", e do termo "representando o mesmo interesse" por "representando interesses substancialmente comuns". Tais ajustes encontram-se reproduzidos ao longo da redação dos § 1º e § 2º, para fins de coesão.

Além disso, propomos alterações pontuais ao § 1º, incisos I e III, do artigo 8º, a fim de inserir parâmetros mais objetivos às presunções ali estabelecidas, evitando interpretações excessivamente abrangentes e genéricas, em linha com as considerações abaixo:

No que se refere ao inciso I do § 1º desse dispositivo, entendemos que a presunção de vinculação de cônjuges, companheiros, ascendentes, descendentes e colaterais até o segundo grau mostra-se inadequada sob diversas perspectivas jurídicas e regulatórias. O dispositivo estabelece presunção descolada de qualquer critério objetivo de conduta, bastando o vínculo de parentesco.

Em nossa visão, a mera existência de vínculo de parentesco não deveria implicar, por si só, comunhão de interesses ou atuação coordenada, especialmente no âmbito da atuação no mercado de capitais. Com base na experiência prática, é extremamente comum que familiares detenham investimentos em papéis de companhias abertas ou de fundos de investimento de forma completamente autônoma, inclusive com estratégias e perfis de risco distintos, muitas vezes mediados por gestores ou consultores independentes. Além disso, não nos parece adequado presumir que, pela mera razão de serem familiares, os investidores compartilhariam entre si todos os investimentos que

venham a realizar – em especial quando se trata de parentes que residem em locais distintos.

A esse respeito, destacamos que há precedentes desta D. Autarquia defendendo a insuficiência da existência de vínculo familiar para fins de configurar presunção de existência de interesses comuns entre dois acionistas[32], sendo necessária a verificação de outras evidências nesse sentido. A doutrina societária caminha nesse mesmo sentido[33].

Dessa forma, nos parece que o mais adequado, caso mantida a previsão de tal presunção, seria limitar o seu escopo subjetivo a pessoas que necessariamente residam no mesmo lugar, além de incluir a exigência de verificação de indícios adicionais objetivos de atuação conjunta ou representação de interesse comum – como, por exemplo, a participação em estruturas societárias comuns, o exercício de direito de voto conjunto em assembleias, ou gestão patrimonial coordenada.

No artigo 41, § 2º[34], a própria Minuta A, ao tratar de "pessoas próximas" para fins do reporte de negociações por administradores, oferece um parâmetro alternativo – que nos parece mais adequado e passível de mensuração – restrito a "*cônjuge do qual não estejam separados judicial ou extrajudicialmente, de companheiro (a), de qualquer dependente incluído em sua declaração de ajuste anual do imposto sobre a renda*".

---

[32] "(...) *ausentes outras evidências de que os acionistas representam um mesmo grupo de interesses, não se pode concluir a sua existência apenas em razão da relação de parentesco*" Processo CVM nº SP2000/0389 Rel. Dir. Luiz Antonio de Sampaio Campos, j. 07.05.2002. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2002/20020507_R1/20020507_D01.html. Acesso em: 18.07.2025.

[33] *"Logo, o simples fato de serem filhos da acionista controladora do Banco Beta não é suficiente para presumir que os Srs. M, B, R e C estão vinculados à Sra. G e atuam representando os interesses desta. Para tanto, é indispensável a existência de algum outro elemento, que comprove a presença deste vínculo de interesses.*
Com efeito, os interesses de determinado indivíduo são evidentemente pessoais, não se admitindo que a mera existência de uma relação de parentesco possa fazer com que ele e um terceiro — no caso em análise os filhos e a mãe — partilhem necessariamente os mesmos interesses.
A própria CVM analisou situação semelhante, tendo entendido que a caracterização de um acionista como controlador ou pessoa vinculada a este 'é um fato que depende de comprovação, não podendo ser presumido nem pelo parentesco'.". Cf. EIZIRIK, Nelson. Direito societário: estudos e pareceres, São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 499.

[34] "Art. 41. Os diretores, os membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas criados por disposição estatutária ficam obrigados a informar à companhia a titularidade e as negociações realizadas com valores mobiliários emitidos pela própria companhia, por suas controladoras ou controladas, nestes dois últimos casos, desde que se trate de companhias abertas. (...)
§ 2º As pessoas naturais mencionadas neste artigo devem indicar, ainda, os valores mobiliários que sejam de propriedade de cônjuge do qual não estejam separados judicial ou extrajudicialmente, de companheiro (a), de qualquer dependente incluído em sua declaração de ajuste anual do imposto sobre a renda e de sociedades por elas controladas direta ou indiretamente. (...)"

De modo semelhante, o inciso III do § 1º do artigo 8º propõe que determinadas pessoas — notadamente adquirentes, promitentes compradores, optantes ou intermediários em negócios envolvendo o controle acionário — sejam presumidas como agindo em conjunto ou representando o mesmo interesse do vendedor ou do emissor. Tal presunção, fundamentada exclusivamente na existência de relação contratual, nos parece indevida sob múltiplas perspectivas jurídicas e regulatórias.

A existência de um contrato, por si só, não autoriza a presunção de que há convergência de interesses ou atuação coordenada, sobretudo quando esses vínculos estiverem limitados por cláusulas contratuais específicas, poderes fiduciários ou barreiras legais (como a incidência do dever de diligência, as regras sobre atuação com independência e tratamento de situações de conflito de interesses). Em não sendo exigidos elementos probatórios adicionais que demonstrem, de forma robusta, a comunhão de interesses entre tais indivíduos, há risco concreto de que essas presunções resultem em imputações automáticas e indevidas.

Nosso entendimento é o de que, caso a previsão dessa presunção seja mantida, esta deverá ser cumulada com o requisito de evidência probatória sobre a atuação coordenada entre as partes desses contratos no exercício de direitos ou na formação de decisões relacionadas ao emissor.

Por fim, recomendamos que sejam implementados ajustes pontuais na redação do § 2º do artigo 8º, a fim de reforçar que as presunções do § 1º deverão ser analisadas em conjunto com elementos que indiquem, de forma objetiva, a existência de atuação em conjunto ou representação do mesmo interesse – com a consideração de elementos como a existência de vínculos societários, patrimoniais ou contratuais, a participação conjunta em estruturas de investimento, a atuação coordenada em assembleias ou a gestão comum de carteiras.

2.2. Artigo 32, § 2º, da Minuta A – Presunção de uso inadequado do comunicado ao mercado

REDAÇÃO PROPOSTA NA MINUTA A	REDAÇÃO PROPOSTA CHEDIAK
Art. 32. A decisão entre a divulgação de informação por aviso de fato relevante ou por comunicado ao mercado deve ser pautada pela avaliação das pessoas referidas no art. 24 a respeito da relevância da informação a ser divulgada.	Art. 32. A decisão entre a divulgação de informação por aviso de fato relevante ou por comunicado ao mercado deve ser pautada pela avaliação das pessoas referidas no art. 24 a respeito da relevância da informação a ser divulgada.

(...) § 2º O exame de que trata o § 1º deve partir da presunção de boa-fé das pessoas referidas no art. 24 e da correção da avaliação que elas fizeram sobre a relevância da informação, porém também considerar eventuais circunstâncias indicativas de uso inadequado da forma de divulgação da informação, em especial quando a opção pelo comunicado ao mercado for feita diante de informação: I – que vinha sendo mantida sob sigilo e que tenha escapado ao controle do emissor; II – sobre tratativas em curso, especialmente nas quais tenha sido celebrado acordo vinculante, a respeito de negócio que, se concretizado, possa caracterizar informação relevante; III – divulgada no período de 15 (quinze) dias que suceder: a) a realização de negócios com valores mobiliários do emissor ou a eles referenciados por parte de acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração e do conselho fiscal; ou b) a formalização de plano individual de investimento ou desinvestimento pelas pessoas referidas na alínea "a"; e IV – comparável a informações divulgadas no passado pelo emissor sob a forma de fato relevante.	(...) § 2º O exame de que trata o § 1º deve partir da presunção de boa-fé das pessoas referidas no art. 24 e da correção da avaliação que elas fizeram sobre a relevância da informação, devendo considerar o conjunto de elementos objetivos disponíveis, inclusive eventuais circunstâncias que possam indicar ~~porém também considerar eventuais circunstâncias indicativas de~~ uso inadequado da forma de divulgação da informação, em especial quando a opção pelo comunicado ao mercado for feita diante de informação: I – que vinha sendo mantida sob sigilo e que tenha escapado ao controle do emissor; II – sobre tratativas em curso, especialmente nas quais tenha sido celebrado acordo vinculante, a respeito de negócio que, se concretizado, possa caracterizar informação relevante; III – divulgada no período de 15 (quinze) dias que suceder: a) a realização de negócios com valores mobiliários do emissor ou a eles referenciados por parte de acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração e do conselho fiscal; ou b) a formalização de plano individual de investimento ou desinvestimento pelas pessoas referidas na alínea "a", ressalvados os casos de execução regular de plano previamente estabelecido, conforme regulamentação aplicável; e IV – comparável a informações divulgadas no passado pelo emissor sob a forma de fato relevante.

Em complemento às considerações feitas ao § 1º do artigo 32 no âmbito do item 1.1 acima, importa examinar, à luz dos aspectos indicados na parte introdutória deste Capítulo II, o § 2º do mesmo dispositivo.

O artigo 32, § 2º, da Minuta A elenca uma série de hipóteses que seriam consideradas "circunstâncias indicativas" de uso inadequado do comunicado ao mercado. Embora a linguagem do dispositivo sugira caráter meramente exemplificativo, preocupa-nos a possibilidade de interpretação automática e presuntiva, o que, na

prática, pode equivaler à criação de presunções normativas de infração, com efeitos práticos semelhantes aos abordados anteriormente neste Capítulo.

Esse problema se aplica a todas as hipóteses do § 2º, mas é particularmente sensível no inciso III, que se refere à divulgação de comunicado ao mercado no período de 15 dias após negociações com valores mobiliários ou a formalização de planos de investimento por pessoas ligadas ao emissor. Em nossa visão, não é possível extrair, de um critério temporal isolado, indício suficiente de conduta irregular, sobretudo diante da dificuldade prática de o acusado produzir prova negativa para afastar tal ilação.

No caso específico da alínea "b" do referido inciso, é importante lembrar que o plano de investimento só poderá produzir efeitos após o curso do prazo de 3 meses contados de sua formalização, nos termos do artigo 16, § 1º, inciso IV da RCVM 44, e do artigo 45, § 1º, inciso IV, da Minuta A.

Desta forma, a simples coincidência temporal entre uma operação e a divulgação de informação ao mercado não pode, por si só, ser interpretada como indício suficiente de irregularidade. Tal formulação imporia ao acusado um ônus probatório excessivo e de difícil superação, especialmente nos casos em que as decisões de investimento ou desinvestimento tenham sido tomadas de forma legítima, com base em informações públicas ou estratégias anteriores.

Como já mencionado, qualquer a imposição de qualquer presunção de culpa ou infração sem a exigência de substância probatória objetiva, teria por efeito eximir a CVM do ônus de acusação e transferir ao acusado a responsabilidade de provar sua inocência, em ofensa aos princípios da ampla defesa, do contraditório e da segurança jurídica. Nesse sentido, sugerimos que a redação do artigo 32, § 2º, da Minuta A seja reformulada, em linha com a sugestão acima, para refletir que tais circunstâncias devem ser analisadas conjuntamente com outros elementos objetivos, e não consideradas como indício suficiente de conduta ilícita de forma isolada.

Além disso, sugerimos um ajuste pontual na redação do artigo 32, § 2º, inciso III, alínea "b", da Minuta A, a fim de prever a ressalva, em relação aos casos de execução regular de plano previamente estabelecido, para fins da caracterização de hipótese de circunstância indicativa de uso inadequado do comunicado ao mercado enquanto forma de divulgação da informação.

2.3. Artigo 38, § 1º, inciso III, da Minuta A – Presunção de objetivo de alteração de composição do controle ou a estrutura administrativa com base na exclusão da previsão de poison pill

REDAÇÃO PROPOSTA NA MINUTA A	REDAÇÃO PROPOSTA CHEDIAK
Art. 38. O investidor que informar não ter por objetivo alterar a composição do controle ou a estrutura administrativa do emissor deve abster-se de atuar de forma a ocasionar tal alteração após o atingimento de participação societária relevante. § 1º São exemplos de ações indicativas do objetivo de alterar a composição do controle ou a estrutura administrativa do emissor: (...) III – a convocação de assembleia para deliberar sobre a remoção de cláusulas estatutárias que limitem aquisições de ações acima de determinado patamar ou sobre a dispensa de tais limitações em benefício próprio ou de terceiro; (...)	Art. 38. O investidor que informar não ter por objetivo alterar a composição do controle ou a estrutura administrativa do emissor deve abster-se de atuar de forma a ocasionar tal alteração após o atingimento de participação societária relevante. § 1º São exemplos de ações indicativas do objetivo de alterar a composição do controle ou a estrutura administrativa do emissor: (...) III – a convocação de assembleia para deliberar sobre a remoção de cláusulas estatutárias que limitem aquisições de ações acima de determinado patamar ou sobre a dispensa de tais limitações em benefício próprio ou de terceiro, quando acompanhada de outros elementos que revelem intenção concreta de alteração da composição do controle; (...)

O artigo 38 da Minuta A busca disciplinar a conduta de investidores que, após atingir participação relevante no capital do emissor, tenham informado não possuir o objetivo de alterar a composição do controle ou a estrutura da administração. Nesse contexto, o § 1º apresenta uma lista exemplificativa de situações em que a ação do investidor seria indicativa de tal objetivo, funcionando, na prática, como presunções normativas de intenção.

Entre essas hipóteses, destaca-se o inciso III, que aponta como indicativo da referida intenção a hipótese de convocação, pelo investidor, de assembleia para deliberar sobre a remoção de cláusulas estatutárias que limitem aquisições de ações acima de determinado patamar, ou sobre a dispensa de tais limitações em benefício próprio ou de terceiro.

Embora seja compreensível a preocupação do regulador com movimentos que possam anteceder alterações significativas no bloco de controle, entendemos que a atual

redação do dispositivo cria uma presunção excessivamente ampla – que pode, inclusive, capturar condutas legítimas de investidores que buscam apenas avaliar a conveniência ou a adequação de tais restrições à luz do interesse social do emissor.

É importante destacar que a mera proposição de deliberação voltada à alteração de cláusulas estatutárias que funcionem como *poison pills* não se confunde, necessariamente, com o objetivo de assumir o controle do emissor. Nessa linha, investidores relevantes de companhias com capital disperso podem propor esse tipo de discussão com intenções e fundamentos diversos. O simples ato de convocar assembleia a fim de deliberar sobre o tema não deveria ser tratado, por si só, como indício suficiente de intenção de alteração de controle.

Ademais, a presunção normativa de intenção, com base apenas na convocação de assembleia sobre essa matéria, inverte indevidamente o ônus da prova e compromete a liberdade de atuação do investidor dentro dos limites legais. Essa lógica colide com a ideia de que a deliberação assemblear é o foro próprio para debates legítimos sobre a estrutura de governança da companhia, inclusive quanto à conveniência de barreiras estatutárias à concentração acionária.

Assim, sugerimos que o inciso III do § 1º do artigo 38 seja reformulado para especificar que tais medidas só serão consideradas indicativas de intenção quando acompanhadas de outros elementos objetivos, em linha com a sugestão de redação acima.

2.4. Artigo 40, § 4º, da Minuta A – Presunção de descumprimento do dever de informar

REDAÇÃO PROPOSTA NA MINUTA A	REDAÇÃO PROPOSTA CHEDIAK
Art. 40. Quando o investidor tiver objetivo de alterar a composição do controle ou a estrutura administrativa do emissor, a comunicação do atingimento de participação relevante no capital social do emissor deve ser enviada ao diretor de relações com investidores imediatamente após a realização do negócio que ocasionou a variação da participação. (...) § 4º Sem prejuízo da análise dos elementos de cada caso, presume-se que o investidor	Art. 40. Quando o investidor tiver objetivo de alterar a composição do controle ou a estrutura administrativa do emissor, a comunicação do atingimento de participação relevante no capital social do emissor deve ser enviada ao diretor de relações com investidores imediatamente após a realização do negócio que ocasionou a variação da participação. (...) § 4º Sem prejuízo da análise dos elementos de cada caso, poderá ser considerado indício de

descumpriu o disposto no art. 34, caput, inciso III, se o comunicado em que o investidor afirma ter como objetivo alterar a composição do controle ou a estrutura administrativa do emissor ocorrer menos de 3 (três) meses após comunicado em que o investidor afirmava não ter esse objetivo.	descumprimento do ~~presume-se que o investidor descumpriu o~~ disposto no art. 34, caput, inciso III, se o comunicado em que o investidor afirma ter como objetivo alterar a composição do controle ou a estrutura administrativa do emissor ocorrer menos de 3 (três) meses após comunicado em que o investidor afirmava não ter esse objetivo.

Em complemento às considerações feitas ao § 1º do artigo 40 no âmbito do item 1.3 acima, apresentamos consideração específica em relação ao § 4º do mesmo dispositivo – que apresenta presunção de descumprimento do dever de informar previsto no artigo 34, *caput*, inciso III, caso o investidor, após ter declarado não ter intenção de alterar a composição do controle ou a estrutura da administração do emissor, venha a manifestar intenção contrária em prazo inferior a 3 meses.

Em linha com as considerações apresentadas na parte introdutória deste Capítulo II, tal presunção opera como antecipação de um juízo de que houve infração a partir de uma inferência temporal que não necessariamente reflete má-fé ou manipulação por parte do investidor.

Em nossa visão, considerar a simples alteração de estratégia, dentro de uma janela de tempo específica, como indício suficiente para presumir a infração simboliza transferência ao investidor, de forma inadequada, do ônus de demonstrar sua boa-fé, além de desincentivar a atuação legítima e transparente de investidores institucionais e ativistas no mercado de capitais brasileiro.

Nessa oportunidade, reiteramos a consideração apresentada por nós no âmbito da Audiência Pública SDM nº 6/20, que deu origem à RCVM 44, segundo a qual alertamos para os riscos da cumulatividade de presunções com efeitos sancionadores automáticos, em prejuízo da análise individualizada das circunstâncias de cada caso concreto:

> *"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 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, sugerimos a implementação de ajustes pontuais de redação ao § 4º do artigo 40 da Minuta A, a fim de esclarecer que a situação na qual o investidor modifique seu posicionamento em relação à intenção de alterar a composição do controle ou estrutura da administração em prazo inferior a 3 meses "poderá ser considerado indício de descumprimento", em substituição ao estabelecimento de uma presunção objetiva.

2.5. Artigo 39 da Minuta A – Esclarecimentos sobre o escopo de aplicação das presunções, vedações e obrigações de comunicação da Resolução

REDAÇÃO PROPOSTA NA MINUTA A
Art. 49. As presunções, vedações e obrigações de comunicação estabelecidas nesta Resolução aplicam-se às negociações realizadas: I – dentro ou fora de ambientes de mercado regulamentado de valores mobiliários; II – direta ou indiretamente, seja por meio de sociedades controladas ou de terceiros com quem seja mantido contrato de fidúcia ou administração de carteira; e III – por conta própria ou de terceiros. § 1º Não se consideram negociações indiretas ou por conta de terceiros aquelas realizadas por fundos de investimento de que sejam cotistas as pessoas mencionadas nesta Resolução, desde que as decisões de negociação não possam ser influenciadas pelos cotistas. § 2º Presume-se, admitida prova em contrário e observado o disposto no § 3º, que as decisões de negociação do administrador e do gestor de fundo exclusivo são influenciadas pelo cotista do fundo. § 3º A presunção de que trata o § 2º não se aplica aos fundos de investimento exclusivos cujos cotistas sejam seguradoras ou entidades abertas de previdência complementar e que tenham por objetivo a aplicação de recursos de plano gerador de benefício livre (PGBL) e de vida gerador de benefícios livres (VGBL), durante o período de diferimento.

Por fim, o artigo 49 da Minuta A, reproduzindo o texto original do artigo 21 da RCVM 44, estabelece o escopo de aplicação das presunções, vedações e obrigações de comunicação previstas na Resolução, indicando que tais dispositivos se aplicam às negociações realizadas (i) dentro ou fora de ambientes regulamentados, (ii) de forma direta ou indireta, inclusive por meio de sociedades controladas ou terceiros com quem haja contrato de fidúcia ou administração de carteira, e (iii) por conta própria ou de terceiros. O § 1º ao § 3º estabelecem, ainda, um regime de presunções em relação às negociações que seriam ou não consideradas como "negociações indiretas", para fins daquele dispositivo.

Diante da ampla abrangência do artigo 49, surge uma dúvida interpretativa relevante, na medida em que, em dispositivos específicos da minuta, são delimitados escopos subjetivos diversos para a aplicação de diferentes presunções, vedações e obrigações de comunicação.

À guisa de exemplo, o artigo 33 da Minuta A estabelece que o investidor "*e as pessoas a ele vinculadas*" deverão informar o atingimento de participação relevante no capital social do emissor, aludindo ao conceito do artigo 8º - diferente, portanto, do escopo do artigo 49. Na mesma linha, o artigo 41 determina que os "*diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas criados por disposição estatutária*" deverão informar à companhia a titularidade e as negociações realizadas com valores mobiliários emitidos pela própria companhia, sendo abrangidos "*os valores mobiliários que sejam de propriedade de cônjuge do qual não estejam separados judicial ou extrajudicialmente, de companheiro(a), de qualquer dependente incluído em sua declaração de ajuste anual do imposto sobre a renda e de sociedades por elas controladas direta ou indiretamente*" – igualmente diverso em relação ao escopo do artigo 49.

Na prática, temos observado que alguns emissores vêm estabelecendo em suas políticas de negociação uma interpretação mais ampla, estendendo o alcance das presunções, vedações e obrigações de comunicação previstas em dispositivos esparsos ao longo da RCVM 44 em relação ao escopo subjetivo definido no artigo 21 da RCVM 44 (atual artigo 49 da Minuta A), sem observar as limitações subjetivas previstas nos artigos específicos. Por outro lado, outros emissores vêm adotando, em suas políticas de negociação, a interpretação de que vale o escopo específico definido no artigo que trata da presunção, vedação ou obrigação de comunicação em questão.

Se a intenção normativa desta D. CVM for, de fato, a de fazer com que as todas as presunções, vedações e obrigações de comunicação previstas na RCVM 44 (ou na Minuta A) ao rol de pessoas mais amplo previsto no artigo 21 da RCVM 44 (ou do artigo 49 da Minuta A) – a despeito da previsão de rol de sujeitos determinados em dispositivos específicos da RCVM (ou da Minuta), sugerimos que seja avaliada uma revisão extensiva da Minuta A, a fim de eliminar eventuais pontos de incompatibilidade de redação.

Por outro lado, caso a intenção desta D. CVM tenha sido a de estabelecer no artigo 21 da RCVM 44 (ou artigo 49 da Minuta A) mera previsão de reforço quanto à aplicação

das presunções, vedações e obrigações de comunicação definidas em outros dispositivos da Resolução aos respectivos rols de sujeitos expressamente mencionados nesses dispositivos, sem ampliação automática do seu alcance para o rol previsto no artigo 21 da RCVM 44 (ou artigo 49 da Minuta A).

De qualquer forma, sugerimos que a CVM esclareça expressamente esse ponto, a fim de evitar interpretações equivocadas que possam comprometer a segurança jurídica em relação aos participantes do mercado.

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

Atenciosamente,

Chediak e Cristofaro Advogados