

À

**COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM**  
**SUPERINTENDÊNCIA DE DESENVOLVIMENTO DE MERCADO – SDM**  
Rua Sete de Setembro, nº 111, 23º Andar  
Centro, Rio de Janeiro - RJ, CEP 20050-901  
e-mail: audpublicaSDM0218@cvm.gov.br

Ref.: Edital de Audiência Pública SDM nº 02/2018  
Proposta de revogação das Deliberações CVM nº 390/2001, 538/2008 e  
542/2008, bem como da Instrução CVM nº 491/2011, e regulamentação  
das mudanças trazidas pela Lei nº 13.506/2017

Prezados Senhores,

A Comissão de Mercado de Capitais da Ordem dos Advogados do Brasil – Seccional do Rio de Janeiro (“CMCAP”), criada com o objetivo de fomentar o estudo e a discussão de questões jurídicas que envolvem o mercado de capitais, vem, pela presente, em conformidade com o Edital de Audiência Pública SDM nº 02, de 18 de junho de 2018 (“Audiência Pública” e “Edital”), apresentar seus comentários à minuta de instrução que visa revogar as Deliberações CVM nº 390, de 08 de maio de 2001, nº 538, de 5 de março de 2008, e nº 542, de 9 de julho de 2008, bem como a Instrução CVM nº 491, de 22 de novembro de 2011, e introduzir as alterações trazidas pela Lei nº 13.506, de 13 de novembro de 2017.

Apresentamos nossas opiniões a seguir, que serão divididas em 2 (duas) partes: na primeira, acrescentamos nossas considerações gerais, enquanto na segunda, são expostas nossas sugestões de alteração de itens da Minuta.

#### I. Considerações Gerais

Inicialmente, cumprimentamos essa Autarquia pela proposta de aprimoramento dos Processos Administrativos Sancionadores (“PAS” ou “Processo”) como forma de evolver a regulação vigente e fornecer meios que contribuirão ainda mais para o exercício eficaz da atividade sancionadora.

Preliminarmente, gostaríamos de apresentar algumas considerações gerais acerca de matérias e temas que podem refletir no progresso da atuação sancionadora e, por esse motivo, poderiam integrar o rito dos procedimentos realizados pela Autarquia ou ser objeto de reflexão por parte desta D. Comissão no presente momento, em que se discute

o procedimento sancionador, para posterior normatização de forma a harmonizar alguns institutos com as regras que passarão a reger os PAS junto à CVM.

- Sistematização/Dosimetria dos Termos de Compromisso: sugerimos o estabelecimento de critérios para sistematizar e prever os patamares para celebração de termos de compromisso, em conexão com os parâmetros a serem fixados em relação a multas e outras penalidades, desenvolvendo o instituto do termo de compromisso de forma sistemática. A aplicação de penalidades e a negociação de termos de compromisso são atos administrativos que se complementam. Embora tenham consequências distintas no que toca à confissão de culpa e possibilidade de recursos, materialmente eles esgotam a atividade sancionadora no âmbito da CVM, além de serem importantes sinalizadores para o mercado;
- Atuação Preventiva / Repressiva: pleiteamos o fortalecimento dos critérios relativos à atuação preventiva da Comissão, que é a mais desejada pelos administrados. Os participantes do mercado demandam uma atuação mais célere e tempestiva da CVM porque há, no geral, a convicção no mercado de que a atuação preventiva deve ser privilegiada pela CVM, sendo mais efetiva e eficaz do que a atuação meramente punitiva. Essa D. Comissão pode refletir, *per se* ou em conjunto com o mercado, sobre formas e mecanismos de atuação que possam ser utilizadas para prevenir a ocorrência de violações ou interromper irregularidades verificadas antes que se consumem ou expandam seus efeitos, ao invés de priorizar a punição. Isso porque, por mais ágil que seja, a CVM sempre levará ao menos alguns anos para julgar um processo, perdendo-se muito do caráter educativo da sanção. Ofícios de alerta e *stop orders* são alguns dos mecanismos já utilizados pela CVM para a adoção de medidas preventivas e que poderiam ser intensificados e, possivelmente, regulados também no âmbito da Instrução, já que o seu descumprimento pode acarretar consequências sancionadoras ao infrator;
- Contrato de Indenidade / Seguros D&O: há algum tempo a questão sobre os limites de seguros D&O e contratos de indenidade encontra-se indefinida, embora sejam identificados alguns avanços. Em um processo administrativo votado em abril de 2018, Diretor dessa Comissão se manifestou dizendo que “*no que se refere à questão relacionada ao contrato de indenidade, entendo inoportuna, no momento, a análise do tema, ainda que perfunctoriamente e em abstrato, uma vez que se encontra em curso estudo específico sobre a matéria no âmbito da CVM, o que torna não recomendável a antecipação dessa discussão. Não obstante essa circunstância, cabe esclarecer, desde já, que o contrato de indenidade jamais poderia ser utilizado para ressarcir administradores pelos prejuízos decorrentes de atos dolosos e criminalmente típicos que eventualmente tenham sido por eles realizados*”. Dessa forma, considerando que os seguros D&O e contratos de indenidade possuem impactos

no Sistema, também entendemos que sua definição/orientação pela CVM deveria fazer parte do conjunto de assuntos conexos à Nova 452;

- Destinação de Recursos da Taxa de Fiscalização e dos Compromissos: tema ainda mais antigo que a discussão sobre indenidade e seguros para administradores, é a discussão no mercado sobre o modelo de financiamento das atividades da Autarquia. Devido a regras de contingenciamento, limitações orçamentárias vêm sendo impostas à CVM, inclusive no que toca à destinação final dos recursos arrecadados pela CVM a título de taxa de fiscalização, tributo vinculado. Além disso, a destinação das contrapartidas negociadas em função dos termos de compromisso celebrados pela Autarquia também é objeto de discussões, especialmente quanto a se deveriam ser destinadas à adoção de medidas de educação e prevenção de irregularidades no mercado de capitais por parte da CVM ou alocadas ao caixa único da União. Sabedores de que a carência de recursos humanos e financeiros enfraquece tanto a atuação fiscalizadora e preventiva, quanto repressiva, por parte da CVM, entendemos que esse tema deve ser integrado à discussão sobre o Sistema. Isso porque em virtude da carência de recursos imposta pelo contingenciamento, os administrados são prejudicados, fato que vulnera qualidade da prestação dos relevantes serviços públicos da CVM. Ainda que a regulação da matéria não possa ser objeto da Nova 452, a discussão a respeito da sistematização dos procedimentos sancionadores pela CVM poderia caracterizar uma oportunidade para trazer novamente o enfoque à discussão a respeito da destinação de tais recursos e pressionar para que sejam utilizados em benefício do mercado de capitais no Brasil;
- Atualização Monetária na Aplicação de Multas Cominatórias: há tempos, a CVM se utiliza de índices monetários para a atualização dos valores impostos a multas cominatórias. No entanto, a Autarquia, hoje, não dispõe de parâmetros ou fundamentos para o uso dessa medida, fato este que permite total discricionariedade dos Julgadores no momento de aplicação dos índices, o que pode acarretar situações de insegurança jurídica além de vulnerar o tratamento isonômico entre os administrados. A título de exemplo, fazemos referência ao Processo Administrativo Sancionador nº 30/2005 e ao Processo Administrativo Sancionador nº 06/2012, nos quais os acusados foram condenados com base nas mesmas infrações e, apesar disso, foram aplicados diferentes critérios em relação à atualização dos valores de suas penas; ao passo que no primeiro o valor não foi atualizado, no segundo houve atualização pelo IPC-A. Isto gera um tratamento diferenciado para os administrados, o que deveria ser evitado por esta D. Comissão. Assim sendo, esperando o funcionamento coordenado e integrado no âmbito das atividades da CVM, consideramos de suma importância a previsão de hipóteses em que serão utilizadas medidas de correção monetária e quais parâmetros deverão ser observados, obviamente respeitados o ato jurídico perfeito e a coisa julgada;

- Desmembramento de Processos Administrativos: sabemos que o desmembramento de processos é eventualmente adotado em prol da celeridade processual. No entanto, a ausência de previsão regulamentar acerca dessa matéria cria uma espécie de zona cinzenta em nosso ordenamento, uma vez que não existem indicadores a respeito das ocasiões em que essa prática pode ocorrer, procedimentos que devam precedê-la, os parâmetros e limites de sua implementação e as garantias e direitos atribuíveis aos regulados que estejam sendo investigados no âmbito de procedimentos sancionadores que sejam desmembrados. Dessa forma, sugerimos a fixação de parâmetros que deverão ser observados na tomada de decisão pelo desmembramento, e, mais do que isso, os limites de interferência entre o processo original e o processo desmembrado, de modo a evitar que um mesmo regulado seja investigado duas vezes pelos mesmos fatos, ainda que continuados no tempo, e a ocorrência de *bis in idem*, ou, ainda, evitar que haja incompatibilidade em relação à decisão do Colegiado da CVM em relação a um processo e a outro, desmembrado, ainda que referentes a uma mesma prática continuada no tempo. Alguns parâmetros que poderíamos sugerir seriam:

(i) restringir a possibilidade de desmembramento apenas para fatos continuados em relação ao período posterior à citação/intimação do regulado a respeito da investigação pela CVM de prática de ato irregular, momento em que seria encerrado o entendimento de continuidade do ato delituoso e, caso a prática persistisse, poderia ser considerado ilícito independente;

(ii) restringir a possibilidade de desmembramento apenas na hipótese de verificação de fatos novos e diferentes do objeto apurado no processo, já após sua instauração; e/ou

(iii) restringir o desmembramento apenas para hipóteses em que cada processo irá apurar a prática de tipos administrativos diversos entre si ou para pessoas diversas.

- Efetividade do Acordo de Supervisão: a inclusão da possibilidade da celebração de Acordo de Supervisão com pessoas que confessem a prática de infração às normas legais ou regulamentares cuja competência fiscalizatória é atribuída à CVM é um importante avanço na tentativa de inibir a prática de atos delituosos, especialmente por entidades ou agentes organizados em grupos, bem como pode servir como um atrativo para que pessoas investigadas ou sob risco de investigação auxiliem a CVM no processo investigatório, abreviando-o, tornando-o mais eficiente e menos custoso. Além disso, a imposição de que sejam apresentados fatos e informações novas, além daquelas já conhecidas pelas autoridades investigadoras, pode ajudar a desmembrar grupos voltados à

prática de atos delituosos no mercado de capitais, servir como fonte para a descoberta de novos ilícitos, diversos daquele objeto de investigação no processo em questão ou auxiliar na identificação de outros partícipes nas irregularidades, ainda não incluídos pela CVM nas investigações.

Feitas todas essas considerações a respeito dos benefícios e utilidades desse novo instituto, cumpre-nos manifestar nossos receios quanto ao alcance e efetividade que o mecanismo poderá ter em relação àquelas infrações que constituem ou podem constituir também infrações penais, objeto de investigação em processos criminais a serem conduzidos pelas autoridades competentes.

Isso porque parece-nos muito pouco provável que um regulado sinta-se estimulado a celebrar um Acordo de Supervisão e transmitir à CVM informações que poderão auxiliar a formulação de uma acusação criminal contra si por parte do Ministério Público Federal sem que tal celebração do Acordo de Supervisão e a transmissão das informações lhe gere qualquer vantagem no âmbito do referido potencial processo criminal. Igualmente, caso já existente um processo ou investigação criminal paralelo ao processo junto à CVM, parece-nos que o regulado irá atribuir preferência à divulgação das informações ao Ministério Público Federal (“MPF”) no âmbito de acordos de leniência a serem celebrados com tal órgão, inibindo-o de antecipar tais informações à CVM.

Por óbvio, entendemos e concordamos que é impossível à CVM celebrar um Acordo que cesse a possibilidade de responsabilização criminal de tal regulado, já que isso foge ao escopo e competência fiscalizatória e sancionatória dessa D. Comissão, como bem descrito na Minuta proposta. Todavia, seria extremamente produtivo e benéfico que a CVM firmasse um convênio com o MPF para prever que a condução do Acordo de Supervisão, quando o fato caracterizasse uma possível infração penal, ou mesmo a pedido do regulado interessado em celebrá-lo, seria prioritariamente feita em conjunto pela CVM e pelo MPF e seria dada preferência à celebração de acordos que contemplassem ambas as entidades, extinguindo a punibilidade ou reduzindo a sua intensidade no âmbito das duas instâncias, criminal e administrativa.

A forma de condução e os procedimentos a serem observados neste sugerido Acordo de Supervisão conjunto entre CVM e MPF poderiam ser objeto da nova Instrução.

- Garantias Processuais: no exercício de sua atividade sancionadora, a CVM deve zelar pela garantia à ampla defesa dos acusados e pela aplicação do princípio *in dubio pro reo*. Nesse sentido, entendemos que a previsão de voto de qualidade pelo Presidente e o retorno dos autos à área técnica após a apresentação da defesa deveriam ser excluídos da Minuta, conforme detalhado a seguir.

## II. Comentários

Feitas essas considerações gerais para reflexão por parte da CVM e possível inclusão de dispositivos a respeito dos temas na Minuta, passamos a tecer comentários a respeito dos dispositivos específicos constantes da proposta, com o intuito de desenvolver o debate e concorrer para o aperfeiçoamento das alterações propostas. A seguir, indicamos as alterações pretendidas e as razões que motivam tais ajustes:

- 1. Inclusão de Novo § no artigo 3º.** Entendemos que seria relevante segregar as hipóteses nas quais os prazos poderiam ter a contagem iniciada com base na publicação do ato na página da CVM na rede mundial de computadores e as hipóteses nas quais o prazo só passaria a fluir após a entrega da comunicação via entrega física do documento ou citação por edital. A título de sugestão, para fins de evitar prejuízos aos regulados, poderia ser incluído um novo §2º determinando que:

*“Com relação aos prazos referentes a exigências impostas pela CVM de manifestação de regulados, como respostas a ofícios, citação para depoimentos ou intimações para apresentação de defesa, não se aplicarão as hipóteses de início de contagem previstas nos incisos III e IV acima.”*

- 2. Acréscimo de expressão no caput do artigo 8º.** O artigo 8º dispõe que os prazos para recurso ao Colegiado de decisões de arquivamento de procedimento sem instauração de processo sancionador, cabível exclusivamente nas hipóteses dos artigos 6º e 7º, observarão o disposto na norma sobre recurso ao Colegiado de decisões proferidas pelos Superintendentes da CVM, atualmente a Deliberação 463/03. Todavia, não é incomum que a CVM, na apreciação de recursos protocolados com base na Deliberação 463/03, flexibilize o prazo recursal e conheça de recursos intempestivos, tendo em vista que, neste caso, o prazo corre em benefício da própria administração pública que o estipulou, e em prejuízo do regulado, de modo que sua flexibilização seria, em princípio, discricionária da administração pública e não causaria prejuízo a quaisquer terceiros. Por outro lado, em se tratando de decisão de não instauração de procedimento sancionador, o prazo corre em benefício do investigado, não cabendo, pois, a sua flexibilização por parte da entidade reguladora.

Em vista disso, sugerimos que a redação do artigo 8º passe a vigor da seguinte forma:

*“A norma que dispõe sobre o recurso ao Colegiado de decisões proferidas pelos superintendentes da CVM aplica-se aos recursos previstos nos arts. 6º e 7º exclusivamente no que diz respeito aos prazos, os quais serão peremptórios, e procedimentos.”*

- 3. Inclusão de parágrafo único ao artigo 16.** Entendemos que deveria ser estendido ao arquivamento de Inquérito Administrativo, regulado na forma do artigo 16 da Minuta, as mesmas possibilidades de recurso constantes dos artigos 6º e 7º. Desta forma, sugerimos que a redação do dispositivo passe a vigorar da seguinte forma:

*“A SPS e a PFE deverão propor à Superintendência Geral o arquivamento do inquérito administrativo sempre que não obtiverem prova suficientes para formular a acusação ou se convencerem da inexistência de infração ou da ocorrência de extinção da punibilidade.*

*Parágrafo único. Da decisão de arquivamento do inquérito caberá recurso nas mesmas circunstâncias previstas nos artigos 6º e 7º.”*

- 4. Exclusão integral do artigo 39.** Sugerimos a referida exclusão tendo em vista que uma nova manifestação da área técnica que elaborou a acusação poderia impactar de forma acentuada os princípios da ampla defesa e do contraditório, especialmente em seu aspecto material, uma vez que a Superintendência poderia utilizar a própria defesa do acusado para reformular a peça acusatória. Nesse sentido, importante destacar que já existem mecanismos para suprir eventuais falhas no termo de acusação, dentre os quais é possível citar o artigo 48 da minuta, que permite ao Colegiado determinar o reenquadramento jurídico dos fatos, além da possibilidade de determinar a produção de novas provas ou outras diligências (o que também pode ser realizado pelo próprio relator, de acordo com o artigo 43 da Minuta).
- 5. Alteração do Artigo 57.** Em linha com as preocupações expostas anteriormente no sentido de preservar as garantias processuais dos acusados, sugerimos que o princípio *do in dubio pro reo*, seguido recentemente pelo Colegiado no PAS CVM 2014/10556, seja expressamente consagrado como regra nos processos administrativos sancionadores da CVM. Os próprios fundamentos apresentados no julgado servem como justificativa para tal alteração, a saber:

*O voto de qualidade como declaração do resultado é consequência do fato de que, nos julgamentos realizados nesta Autarquia, o presidente da sessão vota ordinariamente, de modo que um novo voto do presidente da sessão representaria voto em dobro em procedimento que tutela o poder punitivo do Estado. Tal voto em duplicidade, se proferido no sentido da condenação do acusado, representaria desfavor à decisão colegiada que não alcançou juízo majoritário pela condenação e prevalência de juízo monocrático, em desrespeito ao princípio constitucional do in dubio pro reo. O voto em dobro, portanto, em face da dúvida externada pelo empate no colegiado, poderia ser exercido unicamente em benefício do réu, o que significa, na prática, a declaração, pelo presidente da sessão, da prevalência da tese mais favorável ao acusado.*

7. A toda evidência, trata-se aqui de reconhecer a natureza punitiva da atividade do Estado concretizada por meio do processo administrativo sancionador a cargo desta Autarquia, conferindo-lhe, consecutivamente, no que couber, as garantias constitucionais correlatas, inclusive o benefício da dúvida ao réu, conforme ampla jurisprudência em matéria criminal.

Em linha com o exposto acima, propomos que a redação para o artigo 57 da Minuta seja ajustada como segue:

*“Art. 57. Na sessão de julgamento, a cada membro do Colegiado caberá um voto. Parágrafo único. As deliberações serão tomadas pelo voto da maioria, , ~~cabendo ao Presidente da sessão o voto de qualidade~~ sendo que, na hipótese de empate, prevalecerá a decisão mais favorável ao acusado.”*

Justificativa:

- 6. Artigo 65.** A nosso ver, é perigosa a indicação da capacidade econômica do infrator como um dos parâmetros de fixação da pena-base por esta D. Autarquia. Por óbvio, a condição econômica deve ser levada em conta para a fixação da pena no que tange à necessidade de evitar a aplicação de penalidades que importem sacrifícios financeiros pelos regulados que se afigurem incompatíveis com sua condição financeira, levando-os a uma situação de insolvência ou completa instabilidade econômica. Todavia, a capacidade econômica do infrator não deve ser, em hipótese alguma, um elemento para justificar ou encorajar e estimular a aplicação de penalidades mais gravosas.

Embora nos pareça que a intenção da CVM na Minuta, ao colocar a capacidade econômica do infrator como balizador da pena, tenha sido justamente evitar penas demasiadamente gravosas àqueles que, incontrovertida e comprovadamente, não tenham condições de arcar com elas, a ausência de uma restrição ou especificação a respeito poderá futuramente conduzir a situações como a mencionada no parágrafo anterior, no sentido de agravar penalidades daqueles que tenham capacidade econômica elevada.

Nesse sentido, sugerimos que a redação do artigo 65 seja alterada para a seguinte: *“Na fixação da pena-base, o Colegiado observará os princípios da proporcionalidade e da razoabilidade e os motivos que justifiquem a imposição da penalidade, a qual não poderá exigir do infrator sacrifício incompatível com sua capacidade econômica.”*

- 7. Novo § no artigo 66.** Sugerimos a inclusão de um 2º parágrafo esclarecendo o que a CVM entende por reincidência que, por analogia, pode considerar o prazo de 5 anos, assumindo o mesmo significado que possui no âmbito penal.



- 8. Novos §§5º e 6º no artigo 102.** Entendemos haver a necessidade de maior esclarecimento acerca da atuação conjunta da CVM com as instituições públicas em prol do Acordo de Supervisão. Por isso, visando maior clareza aos entes regulados, sugerimos a inclusão dos seguintes parágrafos:

*“§5º Em relação às investigações de fatos que constituam indícios de infrações também no âmbito criminal ou, ainda, a pedido do próprio interessado na celebração do Acordo, a CVM deverá, previamente à celebração, notificar o Ministério Público Federal para que, em desejando, este possa participar das tratativas e condução do Acordo em conjunto com a CVM, sendo celebrado um Acordo único ou dois acordos conjuntos que beneficiem o interessado nas esferas administrativa e penal.*

*§6º a CVM envidará todos os esforços para que as instituições públicas possam atuar em conjunto na negociação de acordos concomitantes ou únicos com as demais autoridades competentes.”*

- 9. Inserção de um novo artigo, no final da minuta.** Sugerimos a inserção de um último artigo na minuta, nos seguintes termos: *Art. 112: Na aplicação desta Instrução, a CVM observará o art. 2º, parágrafo único, XIII da Lei nº 9.784, de 29 de janeiro de 1999, que veda a incidência retroativa de nova interpretação e o Decreto-Lei nº 4.657, alterada pela Lei 13.655/2018, quando aplicável.*

Entendemos salutar mencionar expressamente a aplicação de tais dispositivos, uma vez que eles representam garantias aos acusados em relação à segurança jurídica, à proporcionalidade e aos limites à atuação punitiva do Estado.

\*\*\*

A CMCAP agradece pela oportunidade de contribuir para o aprimoramento do mercado de capitais brasileiro e se coloca à disposição para esclarecimentos sobre os comentários apresentados.

Atenciosamente,

Carlos Augusto Junqueira de Siqueira – Relator

Julia Filgueiras – Relatora

Victor Campinho – Relator

Bernardo Fabião Barbeito de Vasconcellos – Relator

Igor Muniz – Presidente da CMCAP

