



PUC

DEPARTAMENTO DE DIREITO

O Termo de Compromisso no âmbito da Comissão de Valores Mobiliários

por

Renata Martins Ribeiro Pacheco Fernandes

ORIENTADORA: Norma Jonssen Parente

2013.2

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

RUA MARQUÊS DE SÃO VICENTE, 225 - CEP 22453-900

RIO DE JANEIRO - BRASIL

O Termo de Compromisso no âmbito da Comissão de Valores Mobiliários

por

Renata Martins Ribeiro Pacheco Fernandes

Monografia apresentada ao
Departamento de Direito da Pontifícia
Universidade Católica do Rio de
Janeiro (PUC-Rio) para a obtenção do
Título de Bacharel em Direito.

Orientadora: Norma Jonssen Parente

2013.2

Agradecimentos

Agradeço a minha orientadora, Norma Jonssen Parente, por ter despertado em mim o gosto pelo Direito Societário, sempre me incentivado a pensar e debater ideias, e pela paciência e empenho na orientação desta monografia;

Aos meus pais, Homero e Vera, por terem me inspirado a seguir a carreira jurídica, pela paciência e por sempre acreditarem em mim, ao longo desses cinco anos;

Ao Beto, por tudo.

Resumo

O papel exercido pela Comissão de Valores Mobiliários é de extrema importância para o mercado de capitais brasileiro, sendo umas de suas muitas funções desenvolver e zelar pelo seu bom funcionamento. Dentro desse contexto e, visando conferir aos processos e procedimentos instaurados pela autarquia maior agilidade e flexibilidade, o instituto do Termo de Compromisso se mostra uma ferramenta de grande relevância tanto para CVM quanto para os por ela administrados. Isso porque, o uso de tal regime tem se mostrado cada vez mais frequente nos últimos anos. Sendo assim, se torna necessário um estudo mais acurado do Termo de Compromisso a fim de delinear seu histórico, suas principais vantagens e desvantagens, bem como quais são as consequências práticas de sua utilização.

Palavras-chaves

Termo de Compromisso. Comissão de Valores Mobiliários. Mercado de Capitais. Deliberação CVM nº 390/01.

ÍNDICE

1. Introdução	6
2. O Mercado de Capitais brasileiro e sua regulação	9
2.1. A Comissão de Valores Mobiliários – CVM.....	13
2.1.1. As funções de regulamentação, fiscalização e sanção atribuídas à CVM.....	15
2.1.2. A organização e estrutura interna da CVM	17
3. O Histórico do Termo de Compromisso.....	19
3.1. O instituto do <i>Consent Decree</i> no direito norte-americano	19
3.2. O Surgimento do Termo de Compromisso na Comissão de Valores Mobiliários.....	22
3.2.1. A Deliberação CVM nº 390, de 8 de maio de 2001	27
4. O Termo de Compromisso	29
4.1. Objetivos e finalidades do Termo de Compromisso e suas características.....	29
4.1.1. Celeridade Processual e a suspensão do processo administrativo em curso.....	32
4.1.2. Cessação da prática de atividades consideradas ilícitas e a correção de irregularidades com a devida indenização dos prejuízos	34
4.1.3. Não importa em confissão de culpa nem em reconhecimento da ilicitude.....	36
5. A negociação do Termo de Compromisso com a CVM	40
5.1. O Comitê de Termo de Compromisso e suas funções	40
5.2. O interesse público, conveniência e oportunidade	41
5.3. O procedimento no curso do processo administrativo, da investigação preliminar ou fora do prazo	43
5.4. Negociação da proposta apresentada pelo acusado ou investigado e a celebração do compromisso	45
6. Consequências do uso do Termo de Compromisso ...	47
6.1. As vantagens da celebração do Termo de Compromisso versus a prática de condutas irregulares	47
6.2. A carência de jurisprudência	51
6.3. Estatísticas – O Termo de Compromisso em números	56

7. Adoção de requisitos obrigatórios para a aceitação do	
Termo de Compromisso	60
7.1. A análise dos requisitos obrigatórios sugeridos	61
8. Conclusão	72
9. Referências Bibliográficas.....	75

1. Introdução

O mercado de capitais brasileiro é de extrema importância para atividade econômica e desenvolvimento do país e tem evoluído muito nas últimas décadas. A sua constante modernização pode ser vista como um reflexo da reconhecida necessidade de tornar o país mais competitivo e em condições de concorrer com mercados estrangeiros.

Nesse panorama, é papel da Comissão de Valores Mobiliários – CVM, criada em 1976 pela Lei nº 6.385/76, desenvolver e zelar pelo bom e eficiente funcionamento do mercado de valores mobiliários brasileiro. É de competência da autarquia o regulamento desse setor através de Instruções Normativas, Deliberações, Portarias, Pareceres de Orientação entre outros instrumentos buscando sempre estimular a formação de poupanças, a expansão do mercado, coibir práticas fraudulentas, tutelando a simetria na divulgação de informações e protegendo os investidores, conforme determina sua lei instituidora, a Lei nº 6.385/76. Para a execução dessas atividades a autarquia é dotada de poderes de regulamentação, fiscalização e sanção.

É nesse contexto que o presente trabalho tem por objetivo estudar o instituto do Termo de Compromisso no âmbito da Comissão de Valores Mobiliários e suas consequências jurídicas e práticas. Esse regime foi introduzido na legislação brasileira através da Lei nº 9.457/97 que por sua vez alterou a Lei do Mercado de Capitais (Lei nº 6.385/76) e está previsto no artigo 11, parágrafo 5º e seguintes desta lei. Com tal inclusão ficou a CVM encarregada de regulamentar o processo e procedimentos a serem observados quando da apresentação, aceitação e da celebração do termo proposto, o qual foi realizado através da Deliberação CVM nº 390/2001.

O ingresso desse regime na esfera do mercado de valores mobiliários brasileiro tinha, primordialmente, como principais finalidades a solução rápida e eficiente de litígios administrativos através da extinção de práticas de condutas supostamente irregulares ou ilícitas e ressarcimentos de prejuízos ao mercado e/ou CVM, bem como a suspensão do processo

administrativo em curso. Além disso, outra vantagem relevante que esse regime proporciona é a flexibilidade negocial que o mesmo confere a autarquia para a consecução de seus próprios processos e inquéritos.

Contudo, vale ressaltar que as finalidades e características acima indicadas não deixam de conferir ao Termo de Compromisso o caráter punitivo e pedagógico, que é essencial a qualquer tipo de acordo ocasionado por algum tipo de litígio a ser celebrado entre entes administrativos e administrados.

É possível afirmar que o Termo de Compromisso encontrou inspiração no instituto americano do *Consent Decree* que, apesar de algumas diferenças como, por exemplo, a necessidade de homologação judicial do acordo, o que não é necessário no Brasil, as semelhanças são grandes. Além disso, o direito brasileiro também já previa regime correlato na Lei de Antitruste (Lei nº 8.884/94¹), o Termo de Compromisso de Cessação que, a despeito de algumas particularidades, sem dúvidas foi utilizado de parâmetro para o legislador quando da inclusão do Termo de Compromisso na Lei nº 6.385/76, conforme será estudado mais adiante.

Para uma melhor compreensão do assunto, o trabalho abordará um breve histórico da ordem econômica brasileira e da regulação do mercado de capitais brasileiro, passando por todo o histórico do Termo de Compromisso, suas normas reguladoras e posteriores alterações, suas características e finalidades, assim como sua importância no momento de solução de conflitos administrativos na área de mercado de valores mobiliários, o papel que a autarquia vem desempenhando quando da celebração do acordo e a visão do mercado sobre a possibilidade de dar fim a processos administrativos através de transação com a CVM.

Além disso, também buscamos uma abordagem mais prática e crítica da maneira como esses compromissos vêm sendo celebrados e utilizados atualmente, visando questionar se o mesmo tem atendido o interesse

¹ A lei em referência foi praticamente inteiramente revogada pela Lei nº 12.529/2011, porém o instituto foi mantido na lei em vigor.

público que é essencial aos atos administrativos, se vem sendo usado em demasia ou não, os valores desembolsados, na maioria das vezes elevados, pelos agentes na celebração do termo, entre outros questionamentos. Para tanto, também serão apresentadas algumas estatísticas interessantes a respeito do Termo de Compromisso.

E, ainda, propõe-se a sugerir determinados requisitos obrigatórios a serem observados pela Comissão de Valores Mobiliários quando da análise da proposta de celebração de Termo de Compromisso apresentada, de modo a complementar os critérios subjetivos de conveniência e oportunidade usados atualmente pela autarquia.

Além dos critérios acima mencionados, também é essencial que a proposta apresentada e aceita pela CVM atenda ao interesse público previsto na Lei nº 6.385/76, qual seja: (i) cessar a prática de atividades ou atos considerados ilícitos; e (ii) corrigir as irregularidades apontadas, inclusive indenizando eventuais prejuízos causados ao mercado ou à CVM, conforme leitura do parágrafo 5º do art. 11 da Lei nº 6385/76.

Tal previsão visa conferir também à autarquia a discricionariedade necessária para a aceitação ou não da proposta, isso porque, a mesma pode não se mostrar suficiente para educar os agentes e/ou coibir a nova prática de condutas similares. E, também, podem ocorrer hipóteses em que as condutas praticadas possuem caráter altamente lesivo e, por isso, não haveria necessariamente interesse da autarquia em celebrar o acordo.

Procuramos conferir ao presente trabalho uma feição mais objetiva, buscando torná-lo de leitura fácil e interessante. Além disso, para tornar o trabalho mais consistente e fundamentado apresentamos algumas estatísticas do setor, bem como trazemos referências à legislação, doutrina, artigos de revistas especializadas, pareceres, assim como trechos de decisões da CVM, que por sua vez constituem jurisprudência de extrema relevância para o presente estudo.

2. O Mercado de Capitais brasileiro e sua regulação

O mercado de capitais tem como principal objetivo promover a captação de recursos das companhias através da emissão pública de seus valores mobiliários², os quais são negociados diretamente entre entidade emissora (empresa) e investidor, inexistindo intermediação financeira.³

Tais operações visam à circulação de capital através do financiamento das atividades produtivas das empresas, permitindo que estas realizem investimentos de médio e longo prazo.

Importante mencionar que o mercado de valores mobiliários possui dois segmentos, quais sejam, o mercado primário e o mercado secundário. O mercado primário se presta a desempenhar o papel primordial do mercado de capitais, a captação de recursos junto ao público investidor que será imediatamente destinado às companhias emissoras dos valores mobiliários, os quais, por sua vez, conferem aos adquirentes o direito de participar dos resultados daquelas.

Já o mercado secundário tem como finalidade dar liquidez aos valores mobiliários adquiridos pelos investidores no mercado primário, ou seja, permite que estes vendam tais valores, sem qualquer vinculação ou intermediação com a companhia que os emitiu, para terceiros.⁴

Tendo em vista a importante função que o mercado de capitais desempenha na economia, tanto em âmbito nacional como internacional, se faz necessário uma regulação eficiente, com credibilidade e que inspire

² EIZIRIK, Nelson et al. Mercado de Capitais – regime jurídico. 3 ed. revista e ampliada – Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 8

³ Chediak, Julian. A reforma do mercado de valores mobiliários, in LOBO, Jorge, Reforma da Lei das Sociedades Anônimas, Forense, Rio de Janeiro, 2002. p 527: “No mercado de valores mobiliários a transferência dos recursos financeiros é realizada de forma direta. Não existe intermediação efetiva (existe, quase sempre, a *participação* de um intermediário financeiro, mas tal intermediário não age em nome próprio). Quando uma companhia emite publicamente uma ação, apesar de ser obrigatória a participação de uma instituição financeira na operação, do ponto de vista jurídico, o subscritor adquire a ação diretamente da companhia. A relação jurídica entre o aplicador e o tomador é direta.”

⁴ EIZIRIK, Nelson et al. Mercado de Capitais – regime jurídico. 3 ed. revista e ampliada Janeiro: Renovar, 2011. p.10

confiança nos agentes do mercado de modo a atrair para a economia brasileira investimentos sólidos e duradouros. No Brasil, tal papel regulador é desempenhado pela Comissão de Valores Mobiliários, autarquia federal criada pela Lei nº 6.385/76.

Antes de nos determos mais especificamente nas diversas funções desempenhadas pela CVM e seus principais objetivos, importante tecer breves comentários acerca da regulação vigente do mercado de capitais brasileiro.

A promulgação da Constituição Federal de 1988 apesar de não trazer referência expressa ao mercado de valores mobiliários passou a tratar especificamente do sistema financeiro nacional, neste incluídos as operações de crédito e seguro, o que foi um grande avanço em relação à Constituição anterior de 1967.

Apesar da referida omissão ao mercado de capitais foi na atual Constituição Federal que, pela primeira vez, introduziu-se menção expressa à proteção da poupança popular, disposições relativas às operações financeiras *lato senso* e proteção ao consumidor. Neste contexto, seria possível afirmar que muitas das operações descritas podem se dar no âmbito do mercado de valores mobiliários.⁵

No que diz respeito à ordem econômica brasileira, esta encontra seus princípios basilares constitucionais no artigo 170⁶ e seguintes do Título VII da Constituição Federal de 1988, delineando as diferentes formas de atuação do Estado e instituindo seus objetivos e limites como agente econômico.

As principais diretrizes da atuação estatal na ordem econômica podem ser encontradas nos artigos 173 da Constituição, o qual prevê a exploração direta pelo Estado da atividade econômica, no artigo 174 que

⁵ TRINDADE, Marcelo Fernandes. O papel da CVM e o mercado de capitais no Brasil. In: Jairo Saddi (org). Fusões e Aquisições: Aspectos Jurídicos e Econômicos. São Paulo: IOB, 2002. p. 298/299.

⁶ “Art. 170. A ordem econômica, fundada na valorização do trabalho humano e na livre iniciativa, tem por fim assegurar a todos existência digna, conforme os ditames da justiça social, observados os seguintes princípios: (...)”

estabelece o Estado como agente normativo e regulador e, por fim, o artigo 175 que incumbe ao Estado a prestação de serviços públicos, direta ou indiretamente.⁷

Contudo, é o artigo 174⁸ que estabelece a atuação regulatória e normativa do Estado através das funções de fiscalização, incentivo e planejamento, podendo nos levar a afirmar que é a norma constitucional que dá respaldo legal à atuação da CVM.

Conforme preceitua Julio Ramalho Dubeux:

*“Por imposição da Constituição, a atividade reguladora deve compreender o poder normativo e o poder de fiscalização, neste também se incluindo o poder de infligir sanções aos infratores das normas dos respectivos mercados, de modo que o Estado seja capaz de assegurar a efetividade e a eficácia do quadro normativo definido pela regulação de cada setor econômico. (...) não há dúvidas de que a atuação estatal da CVM tem amparo sobretudo no art. 174 da Constituição, sendo-lhes conferidas, por conseguinte, as atribuições de normatizar o mercado de capitais, fiscalizar o cumprimento das suas normas, infligir sanções aos infratores do mercado e, por fim, zelar pelo seu pleno desenvolvimento.”*⁹

No entanto, apesar da ordem econômica abranger o sistema financeiro nacional, no qual o mercado de capitais está inserido, a Constituição Federal reservou apenas o artigo 192¹⁰, quase inteiramente revogado pela Emenda Constitucional 40/03, a qual determina que o sistema financeiro será regulado por leis complementares.

Nesse contexto econômico-financeiro e antes da promulgação da Constituição Federal de 1988 e das leis em vigor, eram as Leis nº 4.595/64 e nº 4.728/65 os diplomas legais destinados a regular o sistema financeiro nacional à época, enquanto a primeira criou o Banco Central do Brasil

⁷ Grau, Eros Roberto. A ordem econômica na Constituição de 1988: interpretação e crítica. 15ª ed., rev., e atual., Malheiros, São Paulo, 2012.

⁸ “Art. 174. Como agente normativo e regulador da atividade econômica, o Estado exercerá, na forma da lei, as funções de fiscalização, incentivo e planejamento, sendo este determinante para o setor público e indicativo para o setor privado.”

⁹ DUBEUX, Julio Ramalho. A Comissão de Valores Mobiliários e os principais instrumentos regulatórios do mercado de capitais. 2005. 96 p. Dissertação. Rio de Janeiro: PUC; Departamento de Direito. p. 23.

¹⁰ “Art. 192. O sistema financeiro nacional, estruturado de forma a promover o desenvolvimento equilibrado do País e a servir aos interesses da coletividade, em todas as partes que o compõem, abrangendo as cooperativas de crédito, será regulado por leis complementares que disporão, inclusive, sobre a participação do capital estrangeiro nas instituições que o integram.”

(BACEN) e visava a implementação de uma política monetária, creditícia e cambial, a segunda era a lei que regulava o mercado.

Anos mais tarde, em 1976, é promulgada a Lei nº 6.385/76 que cria a CVM e incumbe à mesma o papel de agente regulador do mercado de capitais brasileiro. Importante notar que, quase simultaneamente, também é editada a Lei nº 6.404/76, a Lei das Sociedades por Ações, que por regular as companhias abertas possui estreita ligação com a Lei do Mercado de Valores Mobiliários.

Podemos afirmar que a estrutura básica de regulação do sistema financeiro brasileiro é composta pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), BACEN, CVM e Superintendência de Seguros Privados (SUSEP). O CMN estabelece as linhas e políticas gerais as quais deverão ser observadas pela CVM, BACEN e SUSEP, cada qual em sua respectiva área de atuação.¹¹

De acordo com o artigo 4º da Lei nº 6.385/76 os principais objetivos a serem perseguidos pela CVM são: (i) estimular a formação de poupança através dos valores mobiliários; (ii) promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado acionário; (iii) proteger os investidores; (iv) evitar e coibir fraudes e manipulação do mercado; e (v) assegurar a simetria de informações entre o público investidor, entre outros.

Ensina Nelson Eizirik que dentre esse rol a proteção aos investidores seria o objetivo fundamental da regulação do mercado de capitais, uma vez que esta deve sempre buscar promover a confiança dos investidores nas entidades emissoras de valores mobiliários. Tal confiança só poderá ser estabelecida se a regulação for eficiente no sentido de privilegiar a simetria de informações entre os investidores e fiscalizar e coibir as práticas fraudulentas que levam à manipulação do mercado.

Contudo, importante ressaltar que a regulação não se preza a diminuir os riscos de investimento inerentes à este tipo de mercado, mas tão

¹¹ DUBEUX, Julio Ramalho. Op. Cit. p. 24.

somente os riscos advindos da prática de comportamento abusivos e ilícitos.¹²

Tendo em vista que o mercado de capitais, a nível global, é extremamente competitivo, é necessário que a regulação deste setor se mostre extremamente eficiente e inteligente no papel que desempenha, de modo a estabelecer um nível de segurança capaz de atrair investidores externos interessados em desenvolver suas atividades no mercado brasileiro. Isso porque, conforme explica Norma Jonssen Parente:

“A falta de conhecimento das regras, ou mesmo a desconfiança por parte dos investidores estrangeiros de que estas não atendem a seus padrões de governança ou transparência, pode levar à fuga do capital para outros mercados. Em maior grau, o desalinhamento completo em relação ao padrão internacionalmente aceito dificulta a atração de novos investidores externos.”¹³

Por fim, a regulação deve ser empregada como ferramenta de desenvolvimento do mercado de capitais, capaz de atender as necessidades do mercado a fim de promover uma circulação de capital eficiente, sólida e segura e não criando obstáculos, em especial burocráticos, à atuação de seus agentes.

2.1. A Comissão de Valores Mobiliários – CVM

A Lei do Mercado de Capitais determina em seu artigo 5º que a Comissão de Valores Mobiliários é uma entidade autárquica federal em regime especial dotada de autoridade administrativa independente, com autonomia financeira e orçamentária.

A referida lei sofreu algumas alterações em seu texto original quando da edição da Lei nº 9.457/1997, a qual expandiu o poder de polícia da autarquia ao estabelecer punições mais severas para os participantes do

¹² EIZIRIK, Nelson et al. Mercado de Capitais – regime jurídico. 3 ed. revista e ampliada – Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p.20-21

¹³ PARENTE, Norma. A regulação e o desenvolvimento do mercado de capitais: in Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem, nº 18: Ed. Revista dos Tribunais, 2002.

mercado, assim como passou a prever o instituto do Termo de Compromisso como alternativa para a resolução de conflitos administrativos nesse setor, conforme é possível depreender da leitura do artigo 11 e seus parágrafos da lei instituidora da CVM. Sendo este o tema central do presente trabalho.¹⁴

E, posteriormente, as Leis nº 10.303/2001 e 10.411/2002 também trouxeram novidades à lei do mercado de capitais, as quais destacam-se a inclusão de novos tipos de valores mobiliários, a abrangência de atuação da CVM e alteração de sua estrutura, bem como a modificação nos procedimentos administrativos por ela instaurados e, por último, elevar a autarquia a condição de “*entidade autárquica em regime especial*”¹⁵, ou seja, passando a ser uma agência reguladora.

Conforme ensina Diogo de Figueiredo as agências reguladoras podem ser entendidas como

*“Autarquias que recebem por lei tal qualificação, quando de sua criação como órgãos administrativamente autônomos destinados a administrar certos setores econômicos e sociais em que são desenvolvidas atividades privadas de interesse público (...). Essas entidades se caracterizam pelo exercício de função reguladora, outorgada pelo Legislativo através da deslegalização parcial da matéria, de modo que elas possam instituir um regramento sublegal, derivado e autônomo (função normativa) para o setor, além de geri-lo (função administrativa) e de arbitrar conflitos de interesses sob sua competência (função parajudicial).”*¹⁶

Nesse sentido, a CVM não só desempenha o papel regulatório e normativo do mercado de capitais, como também o fiscaliza, possuindo competência para instaurar processos administrativos relativos ao setor e impor sanções, preventiva ou repressivamente, aos agentes que atuam nesse mercado.

¹⁴ TRINDADE, Marcelo Fernandes. O papel da CVM e o mercado de capitais no Brasil. In: Jairo Saddi (org). Fusões e Aquisições: Aspectos Jurídicos e Econômicos. São Paulo: IOB, 2002. p. 306.

¹⁵ “Art. 5º É instituída a Comissão de Valores Mobiliários, entidade autárquica em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, com personalidade jurídica e patrimônio próprios, dotada de autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, e autonomia financeira e orçamentária.”

¹⁶ NETO, Diogo de Figueiredo Moreira. Curso de Direito Administrativo: parte introdutória, parte geral e parte especial. 15ª edição – 2ª tiragem – Rio de Janeiro: Ed. Forense, 2009. p. 289

O âmbito de competência e atuação da CVM encontra-se definido no artigo 1º da Lei nº 6.385/76, cabendo à autarquia disciplinar e fiscalizar as matérias que digam respeito a (i) emissão e distribuição de valores mobiliários; (ii) negociação e intermediação no mercado de valores mobiliários e derivativos; (iii) a organização, funcionamento e operações das Bolsas de Valores e das Bolsas de Mercadorias e Futuros; (iv) a administração de carteiras e a custódia de valores mobiliários; (v) auditoria das companhias abertas; e (vi) os serviços de consultor e analista de valores mobiliários.

Importante mencionar que por se tratar de uma autarquia federal e, portanto, entidade da administração pública federal indireta, ela é assessorada pela Procuradoria Federal Especializada (PFE-CVM), vinculada à Advocacia Geral da União – AGU, a qual tem competência para representar a CVM judicial e extrajudicialmente, prestar consultoria jurídica, apurar a liquidez dos créditos inerentes às suas atividades, podendo, inclusive, inscrever-los em dívida ativa para fins de cobrança.¹⁷

2.1.1. As funções de regulamentação, fiscalização e sanção atribuídas à CVM

A CVM centraliza os poderes de regulamentação, fiscalização e sanção no que diz respeito ao mercado de capitais brasileiro.

No que tange a regulamentação, a autarquia encontra respaldo legal para o exercício de tal função no artigo 8º, inciso I da Lei nº 6.385/76 e exerce tal poder através da edição das chamadas Instruções Normativas, as quais regulam os procedimentos e exigências previstos nesta lei em conjunto com a Lei nº 6.404/76, os quais devem ser observados por aqueles que atuam nesse setor.

¹⁷ Lei nº 10.480/2002, “Art. 10. À Procuradoria-Geral Federal compete a representação judicial e extrajudicial das autarquias e fundações públicas federais, as respectivas atividades de consultoria e assessoramento jurídicos, a apuração da liquidez e certeza dos créditos, de qualquer natureza, inerentes às suas atividades, inscrevendo-os em dívida ativa, para fins de cobrança amigável ou judicial.”

Além disso, cabe também à CVM preencher as lacunas da legislação seja através de instruções, deliberações, notas explicativas ou pareceres de orientação, de modo que traga maior segurança aos agentes e investidores.

Quanto à proteção aos investidores, muitos autores afirmam que a base da legislação do mercado de capitais é o chamado “*full disclosure*”, ou seja, a CVM deve prezar por informações precisas e verdadeiras quando da divulgação destas pelas companhias abertas, de modo que os investidores possam investir com base nas informações disponíveis no mercado e não em suposições ou com receios.

Entretanto, nota-se que, como o próprio site da CVM informa, não cabe a ela exercer o julgamento de valor em relação à qualquer informação divulgada pelas companhias, porém apenas prezar pela sua regularidade e confiabilidade e, para tanto, normatiza e persegue tal padronização.¹⁸

O papel de fiscalização atribuído à CVM (art. 8º da Lei nº 6.385/76) também caminha nessa direção, pois cabe a ela fiscalizar a veiculação de informações relativas ao mercado, agentes e títulos negociados, bem como as atividades e serviços do mercado de valores mobiliários.

Ainda quanto à função fiscalizadora, outro meio pelo qual ela desempenha tal papel é com o registro das companhias, suas emissões e distribuições dos valores mobiliários, bem como a divulgação de suas informações, o que permite um acompanhamento mais eficaz das atividades que estão sendo desenvolvidas pelos agentes do mercado de capitais.

Por fim, cabe também a CVM o papel de coibir, apurar, julgar e punir as condutas e práticas lesivas, sejam elas ilícitas ou irregulares, ao mercado de valores mobiliários, o que faz através de seu poder punitivo previsto no artigo 11 da Lei nº 6.385/76.

A função sancionadora da autarquia pode ser aplicada prévia ou repressivamente e estão previstas na legislação penas que variam de acordo

¹⁸ “A CVM não exerce julgamento de valor em relação à qualquer informação divulgada pelas companhias. Zela, entretanto, pela sua regularidade e confiabilidade e, para tanto, normatiza e persegue a sua padronização.” trecho retirado do site <http://www.cvm.gov.br/>, acessado em 24 set. 2013.

com a gravidade das infrações cometidas, são elas: advertência, multa, suspensão do exercício do cargo de administrador ou conselheiro fiscal, inabilitação temporária, suspensão da autorização, cassação desta ou proibição temporária para o exercício de determinadas atividades relacionadas à área.

Contudo, percebe-se que a CVM vem privilegiando a aplicação de multas pecuniárias sobre seus administrados em detrimento das demais modalidades de sanções previstas, conforme será estudado mais a frente.

2.1.2. A organização e estrutura interna da CVM

A CVM é, atualmente, administrada por um órgão colegiado composto de um Presidente e quatro Diretores, todos nomeados pelo Presidente da República (artigo 6º da Lei nº 6.385/76). Os mandatos de seus membros são de 5 anos, não podendo ser reeleitos após esse período.

Importante destacar que, por se tratar de uma autarquia em regime especial e, portanto dotada de estabilidade de seus dirigentes, não podem os mesmos serem demitidos *ad nutum*. Ou seja, os membros do Colegiado só perderão seus cargos em virtude de renúncia ou de condenação judicial transitada em julgado em processo administrativo disciplinar.¹⁹ Tal característica visa a garantir uma maior independência à entidade, de modo a evitar, dentro do possível, prováveis intervenções e pressões do Poder Executivo.

A Comissão de Valores Mobiliários funciona como órgão de deliberação colegiada, através dos votos de seus dirigentes, os quais não possuem hierarquia em sua contagem. Logo, suas decisões são tomadas por maioria ou unanimidade.

¹⁹ Lei nº 6.385/76 “Art. 6. § 2º Os dirigentes da Comissão somente perderão o mandato em virtude de renúncia, de condenação judicial transitada em julgado ou de processo administrativo disciplinar.”

Apesar de todos os dirigentes, inclusive o Presidente, possuírem a mesma competência material, há de ressaltar uma pequena divisão em suas atribuições. Enquanto cabe ao Presidente planejar, dirigir, coordenar e controlar as atividades da CVM, representa-la em juízo ou não e convocar e presidir as reuniões do Colegiado, conforme previsão do artigo 29 do Decreto nº 6.382/2008, aos demais Diretores incumbe-se o papel de participar das reuniões do Colegiado, desenvolver projetos e atividades que lhes forem atribuídas pelo Presidente e administrar os bens, serviços e atividades da CVM (artigo 30 do Decreto nº 6.382/2008).

Por fim, quanto à estrutura organizacional interna da autarquia esta encontra-se subdivida em diversas áreas técnicas especializadas que, em última análise, tem por objetivo dar suporte aos dirigentes e agentes do mercado. Destacam-se a Superintendência Geral (SGE) e a Superintendência de Relação com Empresas (SEP), que desenvolvem, primordialmente, um trabalho direcionado para as atividades relacionadas às empresas, aos intermediários financeiros, aos investidores, à fiscalização externa, aos assuntos jurídicos e ao desenvolvimento de mercado.

3. O Histórico do Termo de Compromisso

3.1. O instituto do *Consent Decree* no direito norte-americano

Antes de nos determos especificamente no instituto do Termo de Compromisso no âmbito da Comissão de Valores Mobiliários previsto no artigo 11, §5º da Lei nº 6.385/76, importante comentar quanto à sua provável origem e inspiração, qual seja, o instituto do “*Consent Decree*” previsto no direito norte americano.

A *Securities and Exchange Commission* (SEC), agência reguladora do mercado de valores mobiliários nos Estados Unidos da América, prevê a possibilidade de realização de acordos com agentes indiciados pela prática de atividades ilícitas, os quais têm por finalidade cessar tais condutas.

Podemos destacar como principais características de tais acordos celebrados pela SEC a (i) ausência de confissão de culpa por parte do acusado, na medida em que este não reconhece como verdadeira ou falsa a alegação da SEC; (ii) o acusado se propõe a cessar as práticas tidas como ilegais; (iii) o comprometimento de ressarcir os danos causados com a prática da ilicitude, quando for o caso; e (iv) necessidade de homologação judicial do acordo celebrado entre as partes.

Quanto a esta última característica, importante destacar que o acordo só será eficaz após a homologação judicial pela Corte americana. Tal homologação possui o condão de suspender o processo judicial instaurado pela SEC, o qual só será devidamente extinto após o cumprimento das obrigações previstas no acordo.

Oportuno comentar que a SEC também tem a possibilidade de firmar acordos que independem de homologação judicial os quais são denominados de “*settlement*” e são celebrados apenas na esfera administrativa.²⁰ Tal modalidade está prevista na *Rule 240*²¹ da SEC e,

²⁰ WELLISCH, Julia Sotto Mayor; SANTOS, Alexandre Pinheiro dos. O termo de Compromisso no âmbito do mercado de valores mobiliários. Interesse Público – IP, Belo Horizonte, ano 11, n.

assim como os “*consent decrees*”, tem como finalidade extinguir as investigações e procedimentos administrativos por ela conduzidos.

Os compromissos celebrados – *consent decree* – vinculam apenas as partes (SEC e acusado) e não fazem coisa julgada. Além disso, tais acordos podem ser firmados em qualquer fase do processo, mas para tanto é preciso que haja uma declaração do acusado mostrando sua intenção de extinguir as condutas supostamente ilegais e, do outro lado, a aceitação por parte da SEC. Nota-se que as transações dizem respeito às penas e não às acusações feitas. E, ainda, por se tratar de acordos necessariamente públicos a SEC disponibiliza ao público toda a documentação e um relatório sobre o caso.²²

Interessante comentar que ao transacionar com a SEC o agente indiciado não precisa admitir nem negar as alegações que lhe foram impostas, mas apenas concordar em não mais praticar a conduta danosa. Porém, se após a celebração o acordante vier emitir declaração negando as acusações ou até mesmo afirmando sua inocência, a SEC entende tal postura como negação do acordo firmado.

Tal entendimento pode ser depreendido de decisões emanadas pela SEC ao propor a invalidação de pactos celebrados nos casos em que os acusados – em ocasiões distintas –, após a celebração do acordo, apresentaram declarações negando as acusações que lhes foram imputadas, as quais tiveram que ser retiradas posteriormente para que a SEC não anulasse os respectivos acordos.²³

53, jan./fev. 2009. Disponível em: <http://www.bidforum.com.br/bid/PDI0006.aspx?pdicntd=56737>. Acesso em 25 set. 13

²¹ “*Rule 240. Settlement. (a) Availability. Any person who is notified that a proceeding may or will be instituted against him or her, or any party to a proceeding already instituted, may, at any time, propose in writing an offer of settlement. (...)*”

²² MORAES, Luiza Rangel de. Considerações sobre o consent decree e sua aplicação no âmbito da disciplina do mercado de valores mobiliários: in Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem, n° 4: Ed. Revista dos Tribunais, 1999. p. 100.

²³ SEC v. Donald John Tyson and Frederick Lee Cameron, Civil Action No. 96-5150, WD/Ark 1996; e SEC v. Angelos, C.A. No. B96-834 (D. Md. March 20, 1996). Quanto ao último caso trecho retirado da SEC News Digest: “MICHAEL ANGELOS WITHDRAWS STATEMENT: On March 20, the Commission filed an insider trading action against Michael P. Angelos and G. Gregory Russell. Defendant Michael P. Angelos agreed to settle this action by consenting to the entry of a judgment, without admitting or denying any of the allegations in the Commission's complaint (see Litigation Release No. 14850). Statements made on behalf of defendant Angelos subsequent to the filing of this action were construed by the Commission as denials of the

Outro caso interessante de comentar é o da Perdigão S.A. em que um dos acusados celebrou acordo tanto na SEC²⁴ como na Comissão de Valores Mobiliários²⁵. O agente foi indiciado, por ambas as agências, pela prática de *insider trading* ao realizar a compra de um número significativo de *american depositary receipts* (ADRs) da Perdigão poucos dias antes da oferta pública de compra da totalidade das ações da Perdigão anunciada pela Sadia.

Enquanto que na SEC o acusado se comprometeu a realizar o pagamento no valor de aproximadamente US\$135.380,00 e de não se associar a nenhum *broker* ou *dealer* por um prazo de 3 anos²⁶; no âmbito da CVM a multa estabelecida no Termo de Compromisso celebrado foi de R\$ 238.000,00.²⁷

Feita essas considerações acerca do instituto estadunidense, passaremos a analisar detalhadamente o regime do Termo de Compromisso no Brasil abrangendo seu histórico, regulação, características, objetivos, consequências, prós e contras.

allegations in the complaint and thus violative of this agreement to settle the action without admitting or denying these allegations. As a result, on March 27, 1996, the Commission filed a motion to vacate the judgment entered against defendant Angelos. The Commission has agreed to withdraw its motion to vacate after receiving the following statement from defendant Angelos: "I settled this case without admitting or denying the allegations of the complaint. To comply with my settlement with the Securities and Exchange Commission, I withdraw any statement made on my behalf that may have been inconsistent there with. I am pleased that this settlement resolves the SEC's lawsuit against me. I will have no further comment other than any sworn testimony I may give in this or any other matter." Disponível em <http://www.sec.gov/news/digest/1996/dig042396.pdf>. Acesso em 25/09/2013.

²⁴ SEC v. Alexandre Ponzio De Azevedo, C.A. No. 1:07CV00380 (D.D.C.) (PLF)

²⁵ Processo Administrativo Sancionador CVM Nº SP2007/0119

²⁶ Conforme informação divulgada pela SEC na Litigation Release No. 20013 / February 22, 2007, disponível em <http://www.sec.gov/litigation/litreleases/2007/lr20013.htm>. Acesso em 25/09/13.

²⁷ Conforme Termo de Compromisso celebrado e disponibilizado pela CVM em seu site. Disponível em http://www.cvm.gov.br/port/inqueritos/Termos/inqueritos/20080616162958_2008094504.asp. Acesso em 25 set. 2013.

3.2. O Surgimento do Termo de Compromisso na Comissão de Valores Mobiliários

A figura do Termo de Compromisso a ser celebrado entre CVM e indiciado/acusado teve seus primeiros contornos no projeto de Lei nº 1.564/96 liderado pelo Deputado Federal Antonio Kandir. Neste projeto de lei já havia a proposição da inclusão dos §§ 5º a 8º ao artigo 11 da Lei nº 6.385/76 visando à incorporação do instituto do Termo de Compromisso no mercado de capitais brasileiros, inspirado no *consent decree* já existente nos Estados Unidos da América.

Neste primeiro projeto os incisos do §5º do art. 11²⁸ previam que o acusado e/ou indiciado ao assinar o acordo deveria cessar a prática das atividades e atos ilícitos, corrigir as irregularidades, indenizar os prejuízos causados a terceiros e, ainda, “*consentir na aplicação de pena*”. O que se mostrava uma incoerência, visto que no momento em que o compromisso é celebrado ainda não há julgamento definitivo quanto a suposta ilicitude cometida pelo indiciado, ou seja, não seria possível a aplicação de uma penalidade cumulada ao termo. Além disso, como veremos adiante, o compromisso tem natureza de acordo e não de sanção.

Ademais, também estava previsto no §8º do então projeto que caso as obrigações contidas no termo não fossem cumpridas o processo administrativo suspenso seria retomado para a aplicação das penalidades cabíveis. Porém a leitura conjunta deste parágrafo com o §5º acima comentado se mostravam incompatíveis, pois ocorreria o que chamamos de *bis in idem*, ou seja, o acusado sofreria uma dupla punição por parte da CVM, o que seria inadmissível.²⁹

Na exposição de motivos do “Projeto Kandir”, o Deputado afirma que:

²⁸ “Art. 11. § 5º (...) I – cessar a prática de atividades ou atos considerados ilícitos pela comissão; II – corrigir as irregularidades apontadas, inclusive indenizando os prejuízos; e III – consentir na aplicação da pena.”

²⁹ EIZIRIK, Nelson Laks. Reforma das S.A. & do Mercado de Capitais. Rio de Janeiro: Renovar, 1997. p. 240.

“Mais importante, no entanto, é a inovação que permite a CVM fazer acordos com parte envolvida em operações ilegais, de modo a que a autarquia possa reunir provas necessárias à comprovação do ilícito. (...)”

*Nos termos deste projeto de lei, a CVM fica autorizada a suspender o processo administrativo, se o acusado, além de comprometer-se a cessar a prática considerada ilícita e consentir na aplicação da penalidade, **dispuser-se a prestar informações relativas à materialidade do ilícito, bem como às demais pessoas envolvidas no mesmo** (...).”³⁰ (grifos nossos)*

Da leitura do trecho acima fica nítida que a intenção do Termo de Compromisso, tal como delineado neste primeiro projeto de lei, não era apenas promover uma solução célere e eficaz quanto aos litígios no âmbito do mercado de valores mobiliários, mas também permitir que o acusado ajudasse a própria CVM a reunir elementos comprobatórios acerca da conduta supostamente ilícita.

Tal fator nos leva a indagar se, caso viesse a ser comprovado o ilícito, a autarquia poderia usar tais elementos de prova para subsidiar um processo administrativo sancionador ainda que o termo já houvesse sido celebrado?

Nesse sentido, é evidente que algumas das ideias iniciais para o Termo de Compromisso em muito se distancia dos objetivos traçados pelo atual instituto, visto que em nenhuma hipótese tal regime visa reunir elementos de autoria e materialidade do suposto ilícito para ser usado contra o acordante.

Contudo, tais incongruências vieram a ser sanadas pela então Lei nº 9.457 de 05/05/1997 que, finalmente, incorporou o mecanismo do Termo de Compromisso no sistema regulatório do mercado de capitais.

É possível afirmar que além da influência do *consent decree*, o Termo de Compromisso no âmbito da CVM também foi espelhado na à época vigente Lei nº 8.884/94 – Lei Antitruste (praticamente inteira revogada pela Lei nº 12.529/2011). Isso porque, ela previa em seu artigo

³⁰ Trecho retirado da Justificação do Projeto de Lei nº 1.564/96 in EIZIRIK, Nelson Laks. Reforma das S.A. & do Mercado de Capitais. Rio de Janeiro: Renovar, 1997. p. 389.

53³¹ um regime denominado “*termo de compromisso de cessação – TCC*” o qual visava, assim como o Termo de Compromisso, a possibilidade de suspensão do processo administrativo por meio de celebração de acordo entre o Conselho de Administração de Defesa Econômica (CADE) e o acusado para a cessação de prática sob investigação.³² Nota-se que a previsão do TCC permanece na atual Lei nº 12.529/2011, conforme previsto em seu artigo 85.

Com o advento da Lei nº 9.457/97 algumas alterações foram feitas no projeto inicial do regime, tendo o artigo 11, §§ 5º ao 10º ficado com a seguinte redação:

“Art.11.....: § 5º A Comissão de Valores Mobiliários poderá suspender, em qualquer fase, o procedimento administrativo, se o indiciado ou acusado assinar termo de compromisso, obrigando-se a:

I - cessar a prática de atividades ou atos considerados ilícitos pela Comissão de Valores Mobiliários; e

II - corrigir as irregularidades apontadas, inclusive indenizando os prejuízos.

§ 6º O compromisso a que se refere o parágrafo anterior não importará confissão quanto à matéria de fato, nem reconhecimento de ilicitude da conduta analisada.

§ 7º O termo de compromisso deverá ser publicado no Diário Oficial da União, discriminando o prazo para cumprimento das obrigações eventualmente assumidas, e o seu inadimplemento caracterizará crime de desobediência, previsto no art. 330 do Código Penal.

§ 8º Não cumpridas as obrigações no prazo, a Comissão de Valores Mobiliários dará continuidade ao procedimento administrativo anteriormente suspenso, para a aplicação das penalidades cabíveis.

§ 9º Serão considerados, na aplicação de penalidades previstas na lei, o arrependimento eficaz e o arrependimento posterior ou a circunstância de qualquer pessoa, espontaneamente, confessar ilícito ou prestar informações relativas à sua materialidade.

§ 10. A Comissão de Valores Mobiliários regulamentará a aplicação do disposto nos §§ 5º a 9º deste artigo aos procedimentos conduzidos pelas Bolsas de Valores e entidades do mercado de balcão organizado.”

Vale destacar que na primeira edição da Lei supramencionada o descumprimento das obrigações assumidas no Termo de Compromisso

³¹ “Art. 53. Em qualquer fase do processo administrativo poderá ser celebrado, pelo CADE ou pela SDE ad referendum do CADE, compromisso de cessação de prática sob investigação, que não importará confissão quanto à matéria de fato, nem reconhecimento de ilicitude da conduta analisada.”

acarretava em crime de desobediência previsto no artigo 330 do Código Penal³³. O crime de desobediência consiste em desobedecer *ordem* legal emitida por funcionário público e tem a finalidade de tutelar a respeitabilidade da Administração Pública. Como bem ensina Cezar Roberto Bitencourt quanto ao crime de desobediência:

*“Bem jurídico protegido é a Administração Pública, especialmente sua moralidade e probidade administrativa. (...) Objetiva-se, especificamente, garantir o prestígio e a dignidade da ‘máquina pública’ relativamente ao cumprimento de determinações legais, expedida por seus agentes.”*³⁴

Quanto à esta previsão legal aplicada ao Termo de Compromisso critica Nelson Eizirik que a redação do parágrafo foi infeliz, posto que o termo celebrado não constituiria qualquer tipo de *ordem* por parte da CVM e sim um acordo com natureza negocial.³⁵ Por outro lado, de acordo com o PARECER/CVM/PJU/Nº 006 – 10.03.98, a autarquia entende que a própria lei conferiu ao termo o caráter de *ordem* ao estabelecer o crime de desobediência como penalidade em caso de inobservância das obrigações assumidas no termo:

“Está claro, portanto, que a própria lei conferiu ao termo de compromisso, mais especificamente às obrigações impostas e assumidas pelo compromissário, o caráter de ORDEM. Sendo essa ordem um ATO ADMINISTRATIVO, goza de presunção de legitimidade, decorrente do princípio da legalidade, sendo, ainda, imperativa e auto-executável.”

Chegou a se discutir à época se seria possível impor uma penalidade de caráter pecuniário ao compromissário inadimplente ao invés de enquadrá-lo no crime de desobediência, como era previsto na lei antitruste que estipulava o pagamento de uma multa cominatória diária. Porém, ainda de acordo com o parecer supramencionado, faltaria legitimidade à CVM a

³³ “Art. 330 - Desobedecer a ordem legal de funcionário público: Pena - detenção, de quinze dias a seis meses, e multa.”

³⁴ BITENCOURT, Cezar Roberto. Tratado de Direito Penal, 5: parte especial: dos crimes contra a administração pública, dos crimes praticados por prefeitos. 4 ed. rev., atual., e ampl. – São Paulo: Saraiva, 2010. p. 203.

³⁵ EIZIRIK, Nelson Laks. Reforma das S.A. & do Mercado de Capitais. Rio de Janeiro: Renovar, 1997. p. 252.

cobrança de multa de caráter reparatório haja vista a ausência de delegação legal expressa nesse sentido, o que não era o caso do compromisso de cessação que continha previsão legal para tanto.

Ademais, outra lacuna vislumbrada era de que o termo não constituía título executivo extrajudicial, previsão essa que só veio a ser incluída pela Lei nº 10.303/2001 a partir da alteração na redação original do § 7º do artigo 11, que por sua vez também veio a revogar a previsão do crime de desobediência nos casos de descumprimento do acordo.

Tendo em vista a falta de previsão legal expressa para dar executividade ao termo em caso de seu descumprimento também se debateu a possibilidade de cobrança de perdas e danos por parte da CVM, mas entendeu-se que lhe faltaria legitimidade pois, em tese, a inobservância do termo causa lesão ao interesse público e não à autarquia:

*“Como a eventual inobservância do termo pelo compromissário, em tese, causa lesão ao interesse público, falece legitimidade (material e processual) à CVM para postular “perdas e danos”, seja em nome próprio, por não ser titular do direito, seja em nome do mercado, em função da ausência de delegação expressa.”*³⁶

Contudo, caso os prejuízos e os prejudicados fossem certos e determinados nada impediria que estes participassem da assinatura do compromisso, assumindo então a condição de legítimos sujeitos de direito e credores do compromissário, podendo utilizar o termo para ajuizar uma ação de execução, porém essa possibilidade não teria o condão de caracteriza-los como partes no processo administrativo sancionador.

Com o advento da Lei nº 9.457/97 e com ela a inclusão do Termo de Compromisso no âmbito do mercado de capitais, a CVM ficou encarregada de expedir deliberação para regulamentar o instituto e estabelecer os procedimentos a serem seguidos pelos acusados ou indiciados. Sendo assim, somente em 2001, a CVM regulamentou o assunto através da Deliberação CVM nº 390.

³⁶ PARECER/CVM/PJU/Nº 006 – 10.03.98

3.2.1. A Deliberação CVM nº 390, de 8 de maio de 2001

A Comissão de Valores Mobiliários expediu a Deliberação nº 390/01 a fim de normatizar os procedimentos a serem observados para a celebração de Termo de Compromisso previsto na Lei nº 6.385/76. Tal Deliberação sofreu algumas alterações pelas posteriores Deliberações CVM nº 486/05 e nº 657/11.

A CVM está autorizada a celebrar Termo de Compromisso no bojo de qualquer procedimento administrativo por ela instaurado, exceto aqueles que digam respeito aos crimes de “lavagem” ou ocultação de bens, direitos e valores previstos na Lei nº 9.613/98 e da Instrução CVM nº 301/99, conforme determina o §1º da Deliberação acima referida.

Em regra, as propostas de celebração de Termo de Compromisso só são apresentadas quando já instaurado um processo administrativo em face do agente, porém nada impede que a apresentação da proposta se dê ainda na fase de investigação preliminar (artigo 7º, §3º).

Quando já instaurado processo administrativo o interessado em celebrar Termo de Compromisso deve manifestar sua intenção até o término para a apresentação de sua defesa, sem prejuízo da apresentação desta. A proposta completa deverá ser encaminhada até 30 dias após a apresentação da defesa.

Cabe ao Comitê de Termo de Compromisso elaborar parecer acerca da oportunidade e conveniência da celebração da proposta apresentada e propor a sua aceitação ou não ao Colegiado. Além disso, o Comitê também possui competência para negociar as condições da proposta com os respectivos proponentes (artigo 8º §4º) antes de finalizar o parecer opinativo.

Apesar da elaboração de parecer pelo Comitê este não possui efeito vinculativo, cabendo a decisão final acerca da celebração do Termo de Compromisso ao Colegiado da CVM (artigo 3º da Deliberação CVM nº

390/01), que poderá ou não acompanhar a opinião prevista no parecer. Uma vez aprovada a celebração do acordo, suspende-se o processo administrativo em curso até que estejam cumpridas todas as obrigações estabelecidas no mesmo.

Ressalta-se que as condições previstas no acordo não poderão ser alteradas e nem prorrogadas após a sua assinatura, salvo se novamente deliberado e aprovado pelo Colegiado.

Por fim, além de outros detalhes, a Deliberação também prevê a possibilidade de reparação de danos aos investidores lesados, porém adverte que a participação dos mesmos no bojo do compromisso não lhes confere a condição de parte no processo administrativo instaurado.

A despeito dessa breve síntese sobre a Deliberação CVM nº 390/01 todos os procedimentos e características do instituto ora em análise serão detalhadamente explicados a frente.

4. O Termo de Compromisso

Feitas as considerações do histórico e do marco regulatório do instituto objeto deste trabalho, passemos a analisar detalhadamente os objetivos e finalidades do mesmo, bem como suas principais características, quais sejam, celeridade processual, cessação de práticas de condutas irregulares, a não confissão de culpa, indenização ao investidores/mercado e/ou CVM, executoriedade e a suspensão do processo administrativo em curso.

Ademais, procuramos também indagar acerca da atual utilização do Termo de Compromisso no âmbito do mercado de valores mobiliários e a sua aplicação pela CVM. Estaria tal instituto sendo usado em demasia? A sua utilização de maneira corriqueira estaria prejudicando a aplicação de outras sanções, talvez até mais eficientes, que podem ser aplicadas pela autarquia? A celebração do compromisso cumpre o seu papel de desestimular a prática de condutas ilícitas ou os agentes atuantes do setor não se inibem justamente por ter a possibilidade de negociar com a CVM? Qual a opinião dos agentes sobre esse instituto? Essas e outras questões que procuramos responder com esse trabalho e, se isso não for de todo possível, que ao menos a reflexão seja realizada e o assunto debatido.

4.1. Objetivos e finalidades do Termo de Compromisso e suas características

É possível afirmar que o Termo de Compromisso instituiu uma forma de solução consensual dos litígios administrativos no mercado de capitais brasileiro e como consequência a possibilidade de resolver determinados casos de maneira mais eficiente e célere, porém sem deixar de lado o poder de polícia atribuído à CVM e que lhe é essencial para promover o correto desenvolvimento e fiscalização do setor que regula.

Como bem define o advogado da autarquia Henrique Vergara:

“O termo de compromisso constitui negócio jurídico sui generis, regido pelo direito administrativo, bilateral na sua formação e impositivo em seus efeitos, representando assim uma fórmula alternativa para o exercício do poder de polícia de que é titular a CVM.”

Além disso, acredita-se que tal instituto também visa atribuir à CVM uma flexibilidade negocial na consecução de seus procedimentos administrativos. Tal entendimento é inclusive ressaltado no voto do relator do Processo CVM RJ 2001/4652 à época Diretor Sergio Weguelin:

*“Vale destacar que o instituto legal do termo de compromisso não tem outro sentido senão o de dar certa flexibilidade à CVM. Não se trata, evidentemente, de tolerar o ilícito, mas sim de permitir à entidade reguladora identificar o momento em que a resposta regulatória já se apresentou suficiente para o bom desenvolvimento do mercado. Trata-se, como se disse alhures, de **alcançar o máximo de eficiência na solução de problemas, aliando, na dosagem necessária para cada hipótese, as vantagens da flexibilidade negocial com o rigor da coercitividade estatal.**”³⁷ (grifos nossos)*

Nesse sentido, acredita-se que essa forma de solução consensual de procedimentos administrativos é uma importante ferramenta para aplicação dos poderes conferidos à CVM – função sancionadora – mas com características mais atrativas para ambos os lados. Isso porque, tal alternativa é capaz de viabilizar uma transação bem mais rápida e com custos mais baixos se comparado aos processos administrativos sancionadores e, ainda, cumprir um de seus principais objetivos que é o de ressarcir eventuais investidores lesados e/ou mercado em decorrência da conduta praticada.

Importante notar que, como ressaltado no trecho do voto do relator no Processo CVM RJ 2001/4652 acima transcrito, o regime do Termo de Compromisso não pode ser confundido com tolerância ao ilícito, posto que ele permite aliar a persecução do interesse público com a alternativa mais benéfica para o desenvolvimento do setor. Ou seja, a CVM deve realizar uma ponderação entre custos e benefícios quando da aprovação da proposta

³⁷ Processo CVM RJ 2001/4652, julgado em 22.03.2005.

sempre visando o interesse público e o regular e eficiente funcionamento do mercado de capitais brasileiro.

Sendo assim, o instituto do Termo de Compromisso tem como principais objetivos conjugar o exercício do *jus puniendi* conferido por lei à autarquia à maleabilidade negocial, interesses públicos e eficácia de uma solução antecipada e consensual.

Vale dizer que o Termo de Compromisso comporta os mais diversos tipos de obrigações, quais sejam, pagamento em dinheiro à CVM, promover cursos aos participantes do mercado, edição de cartilhas educativas sobre as regras do setor entre outras. Contudo, via de regra, a maioria dos termos de compromissos firmados perante a autarquia preveem apenas a obrigação pecuniária em que o acusado deve pagar determinada quantia à CVM, não raro valores bastante elevados. Não a toa que só no ano de 2012 a autarquia arrecadou R\$ 54,98 milhões, conforme informação divulgada no Relatório Anual de 2012 da CVM.³⁸

Para estudarmos as principais características desse instituto legal se faz necessário reproduzir a atual e vigente redação dos parágrafos 5º ao 10º do artigo 11 da Lei nº 6.385/76, destacando-as:

“Art. 11.....:

§ 5º A Comissão de Valores Mobiliários poderá, a seu exclusivo critério, se o interesse público permitir, **suspender, em qualquer fase, o procedimento administrativo** instaurado para a apuração de infrações da legislação do mercado de valores mobiliários, se o investigado ou acusado assinar termo de compromisso, obrigando-se a:

I - **cessar a prática de atividades ou atos considerados ilícitos** pela Comissão de Valores Mobiliários; e

II - **corrigir as irregularidades apontadas, inclusive indenizando os prejuízos.**

§ 6º O compromisso a que se refere o parágrafo anterior **não importará confissão quanto à matéria de fato, nem reconhecimento de ilicitude da conduta analisada.**

³⁸ Relatório Anual 2012 da CVM. Disponível em <http://www.cvm.gov.br/port/relgest/RELATORIO_ANUAL_2012.pdf>. Acesso em 30 set. 2013. Nota-se que o valor acima referido e previsto no corpo do relatório diverge do divulgado na seção de Dados Financeiros do mesmo, o qual informa que a receita da CVM, em 2012, à título de Termos de Compromisso foi de R\$ 17.841.101 milhões de reais. Entende-se que a divergência se deu em razão de compromissos celebrados no ano de 2012 *versus* valores efetivamente arrecadados pela autarquia, seja em razão de descumprimento de termos de compromisso ou prazos estipulados para pagamento.

§ 7º *O termo de compromisso deverá ser publicado no Diário Oficial da União, discriminando o prazo para cumprimento das obrigações eventualmente assumidas, e constituirá **título executivo extrajudicial**.*

§ 8º *Não cumpridas as obrigações no prazo, a Comissão de Valores Mobiliários dará continuidade ao procedimento administrativo anteriormente suspenso, para a aplicação das penalidades cabíveis.*

§ 9º *Serão considerados, na aplicação de penalidades previstas na lei, o arrependimento eficaz e o arrependimento posterior ou a circunstância de qualquer pessoa, espontaneamente, confessar ilícito ou prestar informações relativas à sua materialidade.*

§ 10. *A Comissão de Valores Mobiliários regulamentará a aplicação do disposto nos §§ 5º a 9º deste artigo aos procedimentos conduzidos pelas Bolsas de Valores, Bolsas de Mercadorias e Futuros, entidades do mercado de balcão organizado e entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários.” (grifos nossos)*

4.1.1. Celeridade Processual e a suspensão do processo administrativo em curso

O princípio da celeridade processual está previsto no artigo 5º, inciso LXXVIII da Constituição Federal de 1988 e é garantia constitucional tanto no âmbito judicial quanto no administrativo:

“Art. 5º - ...

LXXVIII - a todos, no âmbito judicial e administrativo, são assegurados a razoável duração do processo e os meios que garantam a celeridade de sua tramitação.”

Tal previsão constitucional demonstra a relevância de tal princípio e visa conferir maior garantia aos processos judiciais e administrativos.

Detendo-nos na abrangência do princípio da celeridade processual na esfera administrativa, ainda que esta diga respeito especificamente aos processos administrativos e sua tramitação, seria possível afirmar que o instituto do Termo de Compromisso no setor de mercado de capitais se encontra em consonância com tal garantia constitucional.

A possibilidade de celebração de acordo ou compromisso, seja no âmbito da justiça comum ou no administrativo, tem como uma das principais finalidades alcançar a celeridade processual. Trata-se de mecanismo ágil e eficiente para suspender ou dar fim ao processo ou

procedimento. Ademais, atrelados à celeridade processual estão a economia processual, a simplicidade e a eficaz alocação de recursos e esforços por ambas as partes celebrantes.

A título de exemplo podemos citar como acordos e compromissos que visam dar uma maior celeridade às resoluções de conflitos: a transação penal para crimes de menor gravidade prevista na Lei nº 9.099/95, os Termos de Ajustamento de Conduta – TAC celebrados pelo Ministério Público, o Termo de Compromisso de Cessação e Acordo de Leniência celebrados pelo CADE conforme previsto nos artigos 85 e 86, respectivamente, da Lei nº 12.529/2011 e, é claro, o Termo de Compromisso celebrado pela CVM.

O Termo de Compromisso na esfera de aplicação da CVM situa-se no campo do direito administrativo disciplinar e decorre do poder de polícia que é conferido à autarquia. Assim sendo, A CVM renuncia ao seu direito-dever de punir possível ilegalidade cometida contra o mercado de capitais privilegiando a eficácia do resultado obtido através da celebração do compromisso, sem os ônus do tempo e recursos despendidos em um processo administrativo sancionador.³⁹

Ademais, a celebração do acordo tem o condão de suspender o processo administrativo em curso, o qual será extinto quando do cumprimento de todas as obrigações previstas no mesmo. Lembrando que o mesmo poderá ser retomado em caso de descumprimento das condições previstas no termo. Neste caso, a CVM poderá promover a execução judicial do Termo de Compromisso, já que ele constitui título executivo extrajudicial (artigo 11, §7º da Lei nº 6.385/76), concomitantemente a retomada do processo administrativo sancionador anteriormente suspenso, conforme será melhor enunciado no item 4.1.4 abaixo.

Por fim, ainda que seja possível a celebração do Termo de Compromisso durante o processo administrativo sancionador, se mostra razoável que se há o interesse em transacionar esse deve ocorrer o quanto

³⁹ PARECER CVM/PJU/Nº 005 – 10.03.98

antes possível, de modo a não desperdiçar os esforços e recursos dispendidos pela autarquia quando da investigação e instauração de um processo administrativo e garantindo assim a celeridade e economia processual.

4.1.2. Cessação da prática de atividades consideradas ilícitas e a correção de irregularidades com a devida indenização dos prejuízos

Conforme determina os incisos I e II do §5º do artigo 11 da Lei nº 6.385/76 o acusado/indiciado só poderá firmar o Termo de Compromisso se se obrigar a (i) cessar a prática de atividades ou atos considerados ilícitos pela CVM; e (ii) corrigir as irregularidades apontadas, inclusive indenizando os prejuízos.

A redação de tais incisos ganhou críticas dos operadores do direito uma vez que no momento de celebração do Termo de Compromisso ainda não há qualquer tipo de julgamento definitivo acerca da ilicitude das condutas praticadas pelo acusado, apenas suposições. Assim sendo, se mostra infeliz a redação quando afirma que deverão cessar as práticas de atividades *consideradas ilícitas pela CVM*.

Além disso, o acordo não importa em confissão quanto a matéria de fato nem o reconhecimento da ilicitude analisada – outra importante característica – logo, os atos e atividades não podem ser considerados ilícitos sem um prévio julgamento.

Outra questão interessante se revela nas hipóteses em que a conduta já tenha ocorrido em momento anterior ou não tenha natureza continuada e, nesses casos, o Colegiado vem decidindo que o requisito legal considerar-se-á cumprido haja vista a impossibilidade de cessar o que já não mais existe.⁴⁰

⁴⁰ WELLISCH, Julia Sotto Mayor; SANTOS, Alexandre Pinheiro dos. O termo de Compromisso no âmbito do mercado de valores mobiliários. Interesse Público – IP, Belo Horizonte, ano 11, n. 53, jan./fev. 2009. Disponível em: <http://www.bidforum.com.br/bid/PDI0006.aspx?pdiCntd=56737>. Acesso em 25 set. 13

Nesse sentido, destaca-se trecho do voto do Diretor-relator Wladimir Castelo Branco Castro no Inquérito Administrativo CVM nº 10/01, julgado em 11 de maio de 2004:

“(...) deve-se notar que as irregularidades apontadas pela Comissão de Inquérito caracterizaram-se pela prática de determinados atos que não possuem natureza continuada, vez que, conforme verificado nos autos, as operações em análise originaram-se em maio de 1998, não havendo notícia de reincidência por parte dos indiciados nas condutas investigadas, de forma que se encontra preenchido o primeiro dos requisitos acima indicados.”

Outra exigência do inciso II do §5º é que o Termo de Compromisso contemple a devida indenização dos prejuízos sofridos pelos agentes, investidores e pela CVM. Contudo, vale lembrar que tal requisito não é indispensável para a celebração do acordo, isso porque, ainda que na maioria das vezes as condutas ensejam danos, nem sempre estas causam prejuízos ao mercado e/ou CVM.

Como bem assinala Nelson Eizirik a exigência de reparação de danos como requisito imprescindível para que se firme o acordo só poderá ocorrer se de fato houver prejuízos, se estes puderem ser quantificados ou os eventuais prejudicados sejam identificáveis de modo que se possa atribuir a cada um deles o valor a ser pago a título de indenização.⁴¹

Porém, é entendimento do Colegiado da autarquia que o valor pago no bojo de um compromisso mas que não destinado ao reembolso de danos específicos e determinados tem como finalidade desestimular a prática de condutas ilícitas no mercado de capitais brasileiro:

*“(...) as prestações em termos de compromisso não destinadas ao reembolso dos prejuízos devem consistir em pagamento de valor suficiente para desestimular a prática de infrações semelhantes pelos indiciados e por terceiros que estejam em posição similar à dos indiciados.”*⁴² (grifamos)

Além disso, nada impede que eventuais prejudicados que não venham a ser devidamente ressarcidos ajuízem a competente ação de

⁴¹ EIZIRIK, Nelson et al. Mercado de Capitais – regime jurídico. 3 ed. revista e ampliada – Rio de Janeiro: Renovar, 2011.. p.359.

⁴² Decisão proferida pelo diretor relator Sergio Eduardo Weguelin Vieira no PAS nº RJ2005/9059, julgado em 04.04.2006.

reparação de danos perante o Poder Judiciário, uma vez que a CVM não tem a pretensão de substituí-los na defesa de seus interesses.

4.1.3. Não importa em confissão de culpa nem em reconhecimento da ilicitude

Conforme previsão expressa do §6º do artigo 11 da Lei nº 6.385/76 a celebração do Termo de Compromisso “*não importará confissão quanto à matéria de fato, nem reconhecimento da ilicitude da conduta analisada*”, característica esta também prevista no artigo 4º da Deliberação CVM nº 390/01.

Tal particularidade confere ao instituto grande utilidade, isso porque o indiciado ou acusado não precisa confessar a prática de condutas ilícitas para que haja aceitação da proposta de acordo pela CVM. Além de utilidade entende-se que tal previsão também atribui uma maior efetividade ao regime, pois sem tal característica o uso do Termo de Compromisso pela autarquia poderia restar prejudicado.

Se assim fosse o acusado não vislumbraria muitas vantagens para propor um acordo já que o processo administrativo sancionador, normalmente demorado, se mostraria mais atrativo haja vista o fator temporal e a possibilidade de não vir a ser condenado ao final do mesmo por falta de provas de autoria e materialidade.

O não reconhecimento da ilicitude atribui ao acordo não só serventia por si só como também permite que o infrator não sofra os ônus de uma investigação administrativa e a eventual aplicação de penalidades⁴³, pois como já mencionado anteriormente o Termo de Compromisso não importa em aplicação de sanções ao acusado. Trata-se apenas de assumir obrigações das mais variadas hipóteses as quais devem ser cumpridas dentro do prazo estipulado no acordo.

⁴³ DUBAUX, Julio Ramalho. A Comissão de Valores Mobiliários e os principais instrumentos regulatórios do mercado de capitais. p. 85.

Ressalta-se que o compromisso não pode vir a ser utilizado como meio de prova de prática de conduta ilícita em uma ação judicial dado que o compromitente não confessa e nem reconhece a ilicitude de seus atos quando da assinatura do mesmo.

À título de exemplo, institutos correlatos no direito brasileiro preveem a necessidade de confissão de culpa e reconhecimento da ilicitude do ato praticado, como ocorre com o Termo de Compromisso de Cessação e o Acordo de Leniência, ambos previstos na Lei nº 12.529/2011. Enquanto que o Acordo de Leniência prevê expressamente na lei como requisito obrigatório a confissão do ilícito, o Termo de Compromisso de Cessação não possui a mesma previsão. Porém, de acordo com a recente Resolução nº 5/2013 do CADE o compromisso de cessação deverá, necessariamente, conter reconhecimento de participação na conduta investigada por parte do compromissário. Essa novidade quanto à este último instituto encontra críticas do setor.⁴⁴

4.1.4. Título executivo extrajudicial

A Lei nº 10.303/01⁴⁵ introduziu ao Termo de Compromisso uma característica de suma importância ao constitui-lo como título executivo extrajudicial, isso porque tal atributo visa dar ao instituto uma maior efetividade na eventual hipótese de descumprimento.

Como já mencionado anteriormente, o acordo pode ter como objeto o pagamento de determinada quantia ou obrigação de fazer ou não fazer e, atualmente, no caso de inadimplemento poderá a CVM ingressar com a competente ação de execução e, simultaneamente, retomar o processo administrativo que se encontrava suspenso.

⁴⁴ VICENTINI, Pedro C. E.. *A confissão de culpa nos Termos de Compromisso de Cessação: requisito essencial ou prescindível, face ao programa de leniência?*. Revista do IBRAC - Direito da concorrência, consumo e comércio internacional, nº 17 – jan-jun/2010.

⁴⁵ Artigo 11, §7º da Lei nº 6.385/76, com a redação dada pela Lei nº 10.303/2001: “Art. 11 – (...) §7º - O Termo de Compromisso deverá ser publicado no Diário Oficial da União, discriminando o prazo para cumprimento das obrigações eventualmente assumidas, e constituirá título executivo extrajudicial.”

Uma questão levantada com o advento da novidade introduzida pela Lei nº 10.303/01 e que, inclusive, foi objeto do Parecer/CVM/PJU/Nº 24-A/02 era se haveria alguma incompatibilidade em prosseguir com o processo administrativo sancionador por inadimplemento do termo concomitantemente à sua execução judicial, pois poderia o acusado estar sofrendo uma dupla punição.

A conclusão a que se chega é que a aplicação conjunta dos dois institutos não importa em *bis in idem*, pois o Termo de Compromisso não aplica penalidades, diferentemente dos processos administrativos sancionadores, e sim apenas impõe obrigações, as quais uma vez descumpridas deverão ser perseguidas através de ação judicial sem prejuízo de retomar o processo administrativo suspenso, conforme determina os §§ 7º e 8º do artigo 11 da Lei nº 6.385/76 em conjunto com o artigo 6º da Deliberação CVM nº 390/01.

Nessa linha de raciocínio e de acordo com o parecer acima mencionado:

“(...) não existe nenhum óbice à aplicação conjunta dos dois institutos, pois em nenhum momento foi colocado entre estes a conjunção “ou”, que daria a ideia de uma opção a ser feita.”

E, continua,

“qualquer outra interpretação que não permita a utilização conjunta do prosseguimento do processo administrativo e da execução judicial do termo de compromisso frustraria, por completo, todo o objetivo colimado com a nova lei, pois, o indiciado poderia perfeitamente aceitar o termo de compromisso, sem ter qualquer intenção de vir a cumpri-lo, com o único objetivo de prolongar, ainda mais, o processo administrativo sancionador.”

É importante ter fixado em mente que o acordo não vislumbra a aplicação de sanções como o faz o processo administrativo sancionador, que por sua vez possui características primordialmente punitivas.

Interessante mencionar que mesmo antes da previsão legal dessa característica já entendia alguns doutrinadores que era possível utilizar o Termo de Compromisso como título executivo extrajudicial, mas desde que o mesmo fosse assinado por duas testemunhas, pois assim estariam

preenchidos os requisitos do artigo 585, inciso II⁴⁶ do Código de Processo Civil.⁴⁷

⁴⁶ Código de Processo Civil, artigo 585: “São títulos executivos extrajudiciais: (...) II - a escritura pública ou outro documento público assinado pelo devedor; **o documento particular assinado pelo devedor e por duas testemunhas**; o instrumento de transação referendado pelo Ministério Público, pela Defensoria Pública ou pelos advogados dos transatores;”

⁴⁷ EIZIRIK, Nelson Laks. Reforma das S.A. & do Mercado de Capitais. Rio de Janeiro: Renovar, 1997. p. 250

5. A negociação do Termo de Compromisso com a CVM

5.1. O Comitê de Termo de Compromisso e suas funções

O Comitê de Termo de Compromisso da Comissão de Valores Mobiliários foi criado em 2005 quando da alteração da Deliberação CVM nº 390/01 pela Deliberação CVM nº 486, de 17 de agosto de 2005. Na ocasião da inclusão do regime do compromisso na autarquia em 1997, bem como na regulamentação de seu procedimento pela referida Deliberação CVM nº 390/01 não havia a previsão de um comitê destinado à apreciação das propostas de acordo apresentadas, porém em 2005 a CVM editou a Portaria/CVM/PTE/Nº 71 instituindo o mesmo e, assim, alterando o artigo 8º da deliberação regulamentadora.

O Comitê é coordenado pelo Superintendente Geral e composto por membros de outras superintendências da autarquia e pelo titular da Procuradoria Federal Especializada na CVM (PFE-CVM). O Comitê se reúne para deliberar, através de voto da maioria dos presentes, a aprovação de seus próprios pareceres, porém o procurador da PFE-CVM não possui direito de voto, nem o membro do Comitê que representa a Superintendência da CVM que tenha formulado a acusação em debate (artigo 6º Portaria/CVM/PTE/Nº 71).

O principal objetivo visado com a criação do Comitê era a de conferir maior agilidade na apreciação das propostas apresentadas e suas tratativas, de modo a não assoberbar o Colegiado com mais diligências, ainda que a decisão final da proposta continue sendo de competência única e exclusiva deste (artigo 3º da Deliberação CVM nº 390/01). Além disso, o Comitê desenvolve todo um trabalho prévio e de cunho opinativo quando do recebimento da proposta que *“além de facilitar o procedimento e agregar-lhe valor, busca imprimir maior uniformidade e previsibilidade na*

perspectiva dos administrados, por meio de opiniões coerentes, aderentes a precedentes do Colegiado e cada vez mais técnicas e apuradas.”⁴⁸

5.2. O interesse público, conveniência e oportunidade

O artigo 11, §5º da Lei nº 6.385/76 em conjunto com o artigo 9º da Deliberação CVM nº 390/01 determinam que a CVM só poderá celebrar Termo de Compromisso desde que este vise o interesse público, a conveniência e a oportunidade. A administração pública, ainda que indireta, deve sempre atender aos critérios definidos em lei para a prática de seus atos.

O ato administrativo tem como elementos a competência, a finalidade, a forma, o motivo e o objeto. Por *competência* entendemos a vinculação à lei, ou seja, para que um ente administrativo execute determinado ato é preciso que tal possibilidade esteja prevista em lei, atendendo assim ao princípio da legalidade estrita; já a *finalidade* está diretamente relacionada à legitimidade, uma vez que o ato administrativo deve perseguir o interesse público definido em lei para que seja considerado legítimo.

No âmbito do direito administrativo a formalidade dos atos é a regra, sendo certo que este requisito que possibilita dar segurança jurídica, publicidade e validade ao ato administrativo, portanto, é possível afirmar que a *forma* é a exteriorização do ato no plano jurídico. O *motivo* é o que determina ou possibilita a edição do ato emanado pelo ente administrativo, cabendo aqui mencionar a existência de motivo vinculado – aquele previsto legalmente – ou o motivo discricionário – dá ao administrador a possibilidade de escolha de praticar ou não determinado ato, devendo se levar em conta a oportunidade e conveniência do mesmo –, sendo certo que

⁴⁸ WELLISCH, Julia Sotto Mayor; SANTOS, Alexandre Pinheiro dos. O Termo de Compromisso no âmbito do mercado de valores mobiliários. Interesse Público – IP, Belo Horizonte, ano 11, n. 53, jan./fev. 2009. Disponível em: <http://www.bidforum.com.br/bid/PDI0006.aspx?pdicntd=56737>. Acesso em 25 set. 13

o Termo de Compromisso aqui se encaixa. Por fim, o *objeto* do ato é o resultado prático visado seja constituindo, declarando, confirmando, alterando ou desconstituindo uma relação jurídica.⁴⁹

Como bem define Diogo de Figueiredo

*“Ato administrativo é, assim, a manifestação unilateral de vontade da administração pública que tem por objeto constituir, declarar, confirmar, alterar ou desconstituir uma relação jurídica, entre ela e os administrados ou entre seus próprios entes, órgãos e agentes.”*⁵⁰

Nessa linha de raciocínio afirma-se que o Termo de Compromisso, ainda que tenha contornos de negócio jurídico, é um ato administrativo previsto em lei e que para ser legítimo e atender ao interesse público é preciso observar todos os elementos acima relacionados. De acordo com Eduardo Silveira Clemente:

*“Se por um lado, o termo de compromisso revela traços de negócio jurídico quanto à sua formalização e exteriorização, no que concerne estritamente à fase que o antecede, qual seja a da manifestação da administração pública em face da proposta formulada pelo compromissário, e que, necessariamente, será preliminar à celebração do instrumento, teremos presentes todas as características de ATO ADMINISTRATIVO TÍPICO, denotando, portanto, o caráter misto e singular do instituto.”*⁵¹

A CVM, apesar de sua manifestação de vontade quando da análise do caso constituir ato discricionário, só deverá aceitar a proposta apresentada se este atender primariamente ao interesse público e satisfeitos os critérios de conveniência e oportunidade, conforme determina a Lei nº 6.385/76.

⁴⁹ NETO, Diogo de Figueiredo Moreira. Curso de Direito Administrativo: parte introdutória, parte geral e parte especial. 15ª edição – 2ª tiragem – Rio de Janeiro: Ed. Forense, 2009. p. 157

⁵⁰ Ibid. p. 152

⁵¹ PARECER CVM/PJU/Nº 006 de 10/03/1998.

5.3. O procedimento no curso do processo administrativo, da investigação preliminar ou fora do prazo

Em regra, de acordo com o que estipula o §1º do artigo 7 da Deliberação CVM nº 390/01, o prazo para o acusado manifestar sua intenção de celebrar Termo de Compromisso é até o final do prazo de sua defesa, porém sem prejuízo da apresentação desta. Contudo, em até 30 dias após o protocolo da defesa deverá o interessado apresentar a proposta completa do acordo, a qual deverá ser encaminhada diretamente ao Superintendente Geral.

Apesar da regra geral descrita acima, o §3º do mesmo artigo permite que a proposta de celebração do termo se dê ainda no curso da investigação preliminar. Seria possível dizer que tal possibilidade confere ainda mais agilidade ao instituto, uma vez que nessa fase preliminar a autarquia ainda não despendeu todos os seus esforços necessários para a instauração de um processo administrativo sancionador. Por outro lado, a eficácia do Termo de Compromisso pode ficar comprometida dado que a investigação ainda não foi concluída, o que poderia gerar uma incerteza dos fatos e da possibilidade de condenação no caso concreto.

Isso porque, ainda que um dos preceitos do instituto ora em análise seja de que não há um julgamento definitivo por parte da autarquia dos fatos investigados no momento da transação do acordo, ou seja, não há afirmação de que o investigado praticou conduta ilícita; fato é que, no mínimo, a conduta examinada é suspeita e tem a probabilidade de vir a ser considerada ilícita se feita toda a investigação necessária, caso contrário ela não seria nem objeto de investigação. Sendo assim, entendo que em alguns casos de celebração de termo ainda nessa fase primária o parecer elaborado pelo Comitê pode não retratar fidedignamente os fatos analisados, bem como restar prejudicado.

Tal entendimento, inclusive, já foi objeto de parecer do Comitê da autarquia sobre proposta de termo em que o inquérito ainda se encontrava em instrução:

“(...) o Comitê destaca que, não obstante a possibilidade de apresentação de proposta de Termo de Compromisso previamente à eventual instauração de processo administrativo sancionador por esta CVM, há casos em que não se verificam elementos suficientes a permitir ao Comitê a emissão de um juízo de valor que viabilize a própria celebração do Termo de Compromisso.

No entender do Comitê, tal situação sucede no presente caso, considerando notadamente a fase de investigação em que se encontra o procedimento administrativo, bem como a inexistência de suficiente clareza em relação às possíveis responsabilidades e aos eventuais prejuízos suportados pelos fundos exclusivos da PRECE. Há que se observar que, embora a afirmação de certeza quanto à existência ou não de dano demande um juízo definitivo incompatível com o instituto do Termo de Compromisso de que trata a Lei nº 6.385/76, faz-se necessário ao Comitê a existência de elementos mínimos que lhe permitam uma análise da proposta sob o ângulo do requisito de que trata o inciso II do §5º do art. 11 da Lei nº 6.385/76, para fins de viabilizar a recomposição do potencial dano e, portanto, o próprio posicionamento final acerca da celebração do Termo de Compromisso.”⁵² (grifamos)

Outra alternativa conferida pelo §4º⁵³ da deliberação em comento é a intempestiva propositura de acordo, quando já decorrido o prazo de apresentação da defesa. Contudo, para que o Colegiado aprecie o pedido intempestivo é preciso que o mesmo esteja revestido de interesse público envolvendo a oferta de indenização substancial aos lesados e a modificação da situação de fato existente quando do término do prazo.

Nesses casos, a proposta deverá ser encaminhada diretamente ao Relator do processo administrativo sancionador para que este submeta à apreciação pelo Colegiado (§6º).

⁵² Parecer do Comitê do Termo de Compromisso do Inquérito Administrativo CVM Nº 01/2010, de 13.04.2011, disponível em < <http://www.cvm.gov.br/port/descol/respdecis.asp?File=7684-0.HTM>>. Acesso em 29 set. 2013.

⁵³ “§ 4º Em casos excepcionais, nos quais o Relator entenda que o interesse público determina a análise de proposta de celebração de termo de compromisso apresentada fora do prazo a que se refere o § 2º, tais como os de oferta de indenização substancial aos lesados pela conduta objeto do processo, e desde que, adicionalmente, fique demonstrada a modificação da situação de fato, existente quando do término do referido prazo, a justificar a não apresentação tempestiva, o Colegiado poderá determinar, por proposta do Relator, o processamento do pedido.”

5.4. Negociação da proposta apresentada pelo acusado ou investigado e a celebração do compromisso

Dispõe a deliberação regulamentadora que antes da apreciação da proposta pelo Comitê a Procuradoria Federal Especializada da CVM deverá analisar a legalidade desta (artigo 7, §5º). Somente após o exame pela PFE-CVM é que o Superintendente Geral encaminhará a proposta ao Comitê de Termo de Compromisso. Lembrando que, conforme já mencionado anteriormente, a PFE-CVM não possui direito de voto nas reuniões em que o Comitê aprova ou não seus próprios pareceres.

Cabe ao Comitê analisar a proposta apresentada pelo investigado ou acusado e elaborar parecer de cunho opinativo e não vinculativo sobre a conveniência e oportunidade de celebrar o acordo. Porém, antes da elaboração do parecer e caso entenda necessário e conveniente, o Comitê pode negociar com o(s) proponente(s) as condições contidas na proposta apresentada. Tais negociações não podem ultrapassar o prazo de 60 dias, findo o qual o(s) proponente(s) deverá(ão) aditar os termos da proposta inicial.

O Comitê possui o prazo máximo de 30 dias para a elaboração de seu parecer, contados da data da apresentação do parecer da PFE-CVM ou do fim das tratativas com o(s) proponente(s), recomendando ou não a aceitação da proposta apresentada. O parecer do Comitê acompanhado da proposta do acordo deverá ser encaminhado ao Colegiado para que este delibere, em caráter definitivo, sobre a celebração ou não do Termo de Compromisso.

Para aprovação do acordo pelo Colegiado esse deverá analisar além da conveniência e oportunidade, a natureza e gravidade das infrações supostamente cometidas, os antecedentes dos acusados e a efetiva possibilidade de punição no caso concreto (artigo 9). Uma vez aceita as condições da proposta pelo Colegiado, o Termo de Compromisso a ser lavrado deverá conter as obrigações assumidas e o prazo para o seu cumprimento, bem como ser assinado pelo Presidente da CVM, pelas partes

interessadas e por duas testemunhas e, posteriormente, ser publicado no Diário Oficial da União.

Além disso, o processo administrativo sancionador deverá ser suspenso até que sejam cumpridas todas as condições previstas no acordo, que uma vez satisfeitas integralmente terão o condão de arquivar o processo. Ressalta-se que as condições estabelecidas no Termo de Compromisso não poderão ser alteradas, salvo se ocorrer nova deliberação do Colegiado.

Por fim, importante mencionar que se o Colegiado deliberar pela rejeição da proposta não caberá recurso ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional – CRSFN, uma vez que a discricionariedade para aprovar ou não a celebração do acordo é de exclusividade da autarquia, conforme se depreende da leitura do artigo 11, §5º *caput* da Lei nº 6.385/76 em conjunto com o artigo 3º da Deliberação CVM nº 390/01.

6. Consequências do uso do Termo de Compromisso

6.1. As vantagens da celebração do Termo de Compromisso versus a prática de condutas irregulares

As inúmeras vantagens do Termo de Compromisso já foram abordadas detalhadamente ao longo desse trabalho, sendo certo que são algumas delas a celeridade processual, a cessação da prática de condutas irregulares praticadas pelos agentes, a indenização dos eventuais prejuízos sofridos pelo mercado e/ou CVM, a suspensão do processo administrativo em curso, bem como a não confissão de culpa pelos acusados ou indiciados quando da assinatura do compromisso – neste último ponto não entendo exatamente como uma vantagem, mas sim como uma forma de dar maior utilidade e efetividade ao instituto.

Quanto à esta última característica, o não reconhecimento de culpa quanto a conduta praticada, nos leva a crer que sem dúvidas é um dos principais motivos, senão o principal, pelo qual o Termo de Compromisso vem sendo utilizado cada vez mais nos últimos anos. Além disso, os valores desembolsados pelos acordantes têm sido frequentemente elevados, ou até mesmo exorbitantes como, por exemplo, no caso em que a Vivendi propôs acordo no valor de R\$ 150 milhões de reais para suspender o processo em que ela era acusada de divulgar fato relevante de modo incompleto levando o mercado a crer que ela já detinha ações suficientes para garantir o controle da GVT.⁵⁴ Foi o maior acordo da história da CVM desde a introdução do Termo de Compromisso no âmbito do mercado de capitais.

Nesse sentido, indaga-se quanto estão os *players* dispostos a pagar para dar fim a processos administrativos para que não constem no histórico da companhia ou de seus administradores e diretores? Seria isso vantajoso ou até mesmo eficiente para o papel que deve ser desenvolvido pela

⁵⁴ Processo Administrativo Sancionador CVM nº 2010/2419, julgado em 09.12.2010.

autarquia responsável por regular e fiscalizar o mercado de capitais brasileiro?

Não há dúvidas que em relação às condutas irregulares ou ilícitas de natureza mais branda o Termo de Compromisso se mostre bastante benéfico para ambas as partes, como, por exemplo, quando ocorre o atraso no envio de informações exigidas por lei. Porém, em casos de natureza grave como *insider trading* ou infração aos deveres e responsabilidades dos administradores – dever de diligência, lealdade, de informar etc – a perspectiva já muda pois muitas vezes fica a sensação de impunidade dos agentes, ainda que dispendido um valor alto para o cumprimento do acordo.

Isso porque, além dos acusados não estarem obrigados a reconhecer a ilicitude do ato realizado, não raro os valores cobrados aos administradores, em última análise, são pagos pelas próprias companhias que por sua vez nos últimos anos tem contratado apólices de seguros que podem ser executadas nesse tipo de situação, os seguros de responsabilidade civil de administradores, conhecidos como D&O – *Directors and Officers Liability Insurance*. Tais seguros têm por objetivo proteger o patrimônio pessoal dos executivos das companhias e podem ser utilizados para certos tipos de reparações em virtude de condenação judicial por condutas praticadas durante sua gestão. Algumas das garantias de tais seguros são a indenização ou reembolso aos administradores ou sociedade.⁵⁵ Sendo assim, entende-se que o uso desse tipo de seguro pode servir como meio de neutralizar as punições.

De acordo com matéria publicada na Revista Capital Aberto, os seguros de responsabilidade civil vêm crescendo de forma acelerada no Brasil e das cem companhias mais líquidas da BM&FBovespa 93 confirmam ter a apólice em seus formulários de referência, sendo que, segundo dados divulgados pela Susep, os prêmios dos seguros D&O somam

⁵⁵ Informações retiradas dos sites das seguradoras Ace Group e Banco Fator Seguradora, disponíveis em <http://www.fatorseguradora.com.br/seguradora/produtos/seguero_d_o.html> e <<http://www.acegroup.com/br-pt/empresas/d-e-o-responsabilidade-civil-dos-administradores.aspx>>. Acesso em 26 set. 13

R\$ 135,1 milhões de reais atualmente. A matéria informa, ainda, que autarquia impediu, nos últimos anos, que algumas seguradoras renovassem essas apólices ou contratasse novas que previssem o ressarcimento de multas. A Susep argumenta que, ao restituir os valores, as apólices estariam neutralizando as punições e incentivando os segurados a reincidir em condutas ilícitas.⁵⁶

Ressalta-se que não existem óbices para a utilização desse tipo de seguro, porém é vedada a utilização de recursos da própria companhia para ressarcir executivos condenados.

Além disso, a Lei nº 6.385/76 prevê outras penalidades além de multas para a punição de agentes e são elas a advertência, a suspensão do exercício do cargo de administrador ou conselheiro fiscal, a inabilitação temporária, que pode chegar até 20 anos, para estes, suspensão ou cassação da autorização ou registro para exercício de determinadas atividades, a proibição temporária, até o máximo de 20 anos, para praticar determinadas atividades ou operações e proibição temporária, até 10 anos, de atuar direta ou indiretamente em uma ou mais operações. Lembrando que algumas dessas sanções só podem ser impostas em casos de infração grave, assim definidos na Instrução CVM nº 491/11 (artigo 11, §3º).

Por exemplo, nos casos de *insider trading* a lei permite a aplicação de inabilitação por até 20 anos para o agente que fizer uso de informações privilegiadas para auferir lucros, porém as maiorias dos acordos firmados nessas ocasiões preveem apenas a reparação financeira.

Contudo, apesar dessa gama de possibilidades a multa é, sem dúvidas, a mais aplicada pela CVM, seja em Termos de Compromisso ou no julgamento de processos administrativos, conforme é possível ver pelo quadro obtido no Relatório Anual de 2012 da autarquia:

⁵⁶ YOKOI, Yuki. *Proteção excessiva*: Indenização garantida pela Oi às vésperas da fusão provoca a pergunta: até que ponto uma companhia deve blindar seus executivos de prejuízos em processos judiciais?. Revista Capital Aberto. Edição 123. Novembro de 2013. Disponível em < <http://www.capitalaberto.com.br/temas/captacoes-e-bolsa-de-valores/protecao-excessiva/>>. Acesso em 10 nov. 2013.

Resultado dos Julgamentos	2010	2011	2012
Advertências	10	7	10
Multas	129	66	108
Suspensões	5	0	0
Inabilitações	9	2	5
Cassações	0	0	0
Proibições	1	0	0
Absoluções	400	22	176

Quando o agente se vê como alvo de investigação da CVM ou réu em um processo administrativo sancionador é preciso ponderar quais as chances ou não de ser inocentado. Quando as probabilidades de ser absolvido são grandes é provável que valha mais a pena prosseguir com o processo e não fazer uma proposta de acordo, porém quando as chances de condenação são altas utilizar essa alternativa pode ser uma ótima saída.

Atualmente muitos dizem que a eventual celebração de um Termo de Compromisso já está “embutido no custo da operação”, ou seja, às vezes é mais vantajoso seguir adiante com determinado ato que pode vir a ser objeto de investigação pela CVM do que não praticá-lo, já que existe a possibilidade de encerrar a discussão com a celebração do acordo. Além disso, resolver o problema o mais rápido possível é uma maneira de manter a reputação dos envolvidos e não afastar oportunidades de negócios, o que acaba compensando o custo elevado de um acordo.

Inclusive, Eli Loria, diretor da CVM até 2011, em entrevista concedida ao site do Estadão para a seção Economia&Negócios, afirmou ser contrário à aceitação recorrente de termos de compromisso. E, ainda, complementou dizendo que na hora de decidir um caso *"Vale o conjunto da obra daquele grupo. Se tem antecedente, é importante levar a julgamento; caso contrário, as empresas põem o acordo no custo da operação"*.⁵⁷

⁵⁷ DURÃO, Mariana. Dez grupos concentram 12% dos acordos feitos com a CVM desde 1998. Disponível em <<http://economia.estadao.com.br/noticias/economia-brasil,dez-grupos-concentram-12-dos-acordos-feitos-com-a-cvm-desde-1998,144861,0.htm>>. Acesso em 25 out. 2013.

Sendo assim, deixo aqui para reflexão, que desvantagens poderia haver para o acusado que dispõe de recursos suficientes ou são assegurados celebrar compromissos de valores ainda que exorbitantes diante da alternativa de praticar a conduta irregular ou ilícita, auferir vantagens com isso e não ter que admiti-la em sede administrativa? E mais, não poder o compromisso ser usado no âmbito judicial como prova de confissão de culpa.

E, ainda, estaria a CVM cumprindo o seu papel de disciplinar e zelar pelo bom e eficiente desenvolvimento do mercado ao privilegiar, em determinados casos, a celebração de acordos ao invés de seguir adiante com os processos administrativos e aplicar sanções condizentes com as condutas ilícitas praticadas, de modo a alcançar também o caráter punitivo e pedagógico que as penalidades possuem?

6.2. A carência de jurisprudência

É possível afirmar que uma das principais consequências quando da celebração de Termo de Compromisso é ocasionar a falta de jurisprudência de um mercado carente de decisões orientadoras. Conforme já explicado anteriormente, a assinatura do termo tem o condão de suspender o processo administrativo em curso ou dar fim à investigação quando ainda em fase de inquérito.

Sendo assim, quando da celebração de termos importantes casos deixam de ser apreciados na sua íntegra pelo Colegiado uma vez que não há espaço e razão para uma análise crítica e definitiva da natureza e gravidade das infrações, colocando um ponto final em discussões e casos que poderiam ter resultados mais eficientes em termos disciplinares e norteadores se levados a julgamento. Isso se mostra ainda mais evidente em casos de maior repercussão, seja pelas partes envolvidas ou pelo objeto da ação.

Para melhor explicar essa lacuna é interessante trazer alguns casos apreciados pela CVM em que a autarquia perdeu a oportunidade de se pronunciar para o mercado sobre seu entendimento.

a) PAS CVM Nº RJ2010/2419 – Vivendi S.A.

O primeiro caso, já mencionado neste capítulo, é o da Vivendi. De modo resumido, o caso tinha por objeto analisar a responsabilidade por eventuais irregularidades no âmbito da aquisição de controle da GVT pela Vivendi. A Vivendi foi acusada de (i) induzir terceiros em erro visando obter vantagem indevida ao divulgar fato relevante de modo incompleto, levando o mercado a acreditar que ela era titular de ações e direitos sobre ações da GVT em quantidade suficiente para impedir que o controle acionário da companhia fosse adquirido por terceiro; (ii) não detalhar as condições da aquisição de controle da GVT que eram essenciais – um dos contratos de opções de compra de parcela relevante de ações fora celebrado com terceiro que ainda não detinha a titularidade destas; e (iii) negociar com ações e títulos referenciados em ações posteriormente à divulgação do fato relevante, de posse de informação relevante não divulgada sobre os direitos que lastreavam parte das opções contratadas por ela. A autarquia acusou a companhia de infringir o §4º do art. 155 da Lei nº 6.404/76 e artigos 3º, § 5º, 10º e 13º, § 1º da Instrução CVM nº 358/02, bem como o item 1 da Instrução CVM nº 08/79, no tipo específico do inciso II, "c".

Diante desta situação que abordava vários aspectos diferentes, em um só caso, e relevantes como a aquisição de controle de companhia aberta, a Vivendi fez uma primeira proposta de celebração de termo de compromisso no valor de R\$ 5 milhões de reais. No entendimento do Comitê de Termo de Compromisso a celebração do acordo não se mostrava conveniente face às infrações imputadas e a gravidade das condutas praticadas e de acordo com o seu parecer:

*“(...) o caso aparenta, inclusive, **demandar um pronunciamento norteador por parte do Colegiado em sede de julgamento** — até por ser este o momento*

*apropriado à análise dos pormenores de cada conduta —, visando a bem orientar as práticas do mercado em operações que envolvam a aquisição do controle acionário de companhia aberta, notadamente num ambiente de ampla concorrência como o apresentado no caso concreto. Vale dizer, não se está aqui a questionar os termos da proposta apresentada, mas sim o interesse deste órgão regulador na celebração do ajuste de que se cuida, consoante poder discricionário que lhe é conferido pela Lei nº 6.385/76, o qual, essencialmente, entendemos inexistir.”*⁵⁸ (grifos nossos)

Diante da orientação de rejeitar a celebração do acordo, a Vivendi aditou os termos iniciais de sua proposta e ofereceu o pagamento de, nada menos que, R\$ 150 milhões de reais à CVM, tendo sido esta aprovada pelo Colegiado em 09.12.2010.

Outro assunto de igual relevância no mercado de capitais é o uso de informações privilegiadas para negociação de ações no mercado visando lucro para si ou para outrem (art. 155, §4º da LSA), sendo a prática comumente chamada de *insider trading*.

b) PAS CVM nº 22/2006 – Embraer - Empresa Brasileira de Aeronáutica S.A. e Credit Suisse International

Em 2008 a CVM abriu um processo administrativo sancionador⁵⁹ contra o Diretor de Relações com Investidores (DRI) da Embraer e contra o *Credit Suisse International* (Credit Suisse), entre outros, para apurar o uso de informações privilegiadas ainda não divulgadas ao mercado no âmbito do projeto de reestruturação de capital da Embraer, com a posterior admissão de suas ações no Novo Mercado da Bovespa.

Os acusados acima referidos apresentaram proposta de Termo de Compromisso nos valores de R\$ 100 mil reais e R\$ 150 mil reais, respectivamente. Diante destas propostas, tanto a PFE quanto o Comitê de Termo de Compromisso votaram pela aceitação da proposta apresentada pelo DRI, porém contra a da Credit Suisse. A PFE justificou a negativa

⁵⁸ Parecer do Comitê de Termo de Compromisso do PAS CVM Nº RJ2010/2419, de 24.11.2010.

⁵⁹ PAS CVM nº 22/2006

argumentando que, apesar da dificuldade de individualizar os prejudicados, certamente era possível mensurar o prejuízo ocasionado ao mercado e que, portanto, o valor oferecido deveria corresponder, no mínimo, ao valor de ganho auferido pelo banco e, por outro lado, concordou o Comitê que a proposta

*“se mostra desarrazoada face à gravidade da infração de uso de informação privilegiada imputada ao proponente, especialmente ao considerarmos o volume operado, não atendendo, com isso, a finalidade preventiva do instituto do Termo de Compromisso, no sentido de orientar a conduta dos participantes do mercado, inibindo a prática de infração da mesma natureza, consoante orientação do Colegiado.”*⁶⁰ (grifos nossos)

Sendo assim, o Colegiado acompanhou o parecer do Comitê e aprovou apenas a proposta apresentada pelo DRI da Embraer. Perante a rejeição da sua proposta, o *Credit Suisse*, no dia marcado para julgamento do caso – diga-se de passagem, mais de um ano após a decisão do Colegiado – aditou sua proposta inicial e ofereceu o valor de R\$ 19.200.000,00 milhões de reais. O Colegiado, por maioria, vencido o Diretor Relator Eli Loria, deliberou pela aprovação da celebração do termo nas novas condições apresentadas. O relator Eli Loria afirmou em seu voto ser a proposta inconveniente e inoportuna uma vez que as infrações imputadas eram graves e que não haveria economia processual para a autarquia com a celebração do termo.

Na entrevista anteriormente mencionada, Eli Loria afirmou ser contra aprovação de proposta às vésperas do julgamento, uma vez que a essa altura o relator já firmou sua convicção quanto à condenação ou absolvição do agente acusado. Além disso, também criticou o uso do termo em inquéritos envolvendo infrações graves (assim definidas na Instrução CVM nº 491/2011), como abuso de poder e uso de informação privilegiada, por afetarem a confiança do investidor no mercado.

⁶⁰ Parecer do Comitê de Termo de Compromisso de proposta apresentada no bojo do Processo Administrativo Sancionador nº 22/2006, de 22.07.2008.

c) PAS CVM nº 21/2005 – Companhia de Bebidas das Américas – AMBEV

Outro caso interessante envolvendo *insider trading* a que podemos fazer menção envolve os tão conhecidos controladores e administradores da Ambev. A CVM, em 2009, instaurou processo administrativo sancionador em face, dentre outros, dos controladores e administradores da Ambev por (i) abuso de poder de controle ao desvirtuarem a finalidade do plano de opção de compras de ações da companhia de modo que aumentaram suas participações causando prejuízo aos acionistas minoritários e induzirem um dos administradores a autorizar a transferência indevida de ações e a divulgação incorreta ao mercado (infração ao artigo 117 da Lei nº 6.404/76); (ii) não informarem à CVM e ao mercado a imprecisão da informação divulgada (infração ao artigo 3º, § 2º da Instrução CVM 358/02); (iii) violarem seus deveres fiduciários com a companhia ao negociarem em operação irregular envolvendo ações do plano de opção de compras da Ambev (artigos 153, 154 e 155 da LSA); e (iv) fazerem uso de informação privilegiada para a negociação com essas ações (artigo 155, §1º da LSA).

Face às acusações que lhe foram imputadas, os controladores e administradores apresentaram proposta, intempestiva, que perfazia o total de R\$ 3 milhões de reais, a qual foi rejeitada pelo Colegiado. Contudo, os acusados aditaram a proposta inicial e propuseram à autarquia o valor total de R\$ 15 milhões de reais para suspender o processo administrativo em curso. O diretor relator Eli Loria votou pela não aceitação das novas condições apresentadas, porém o Colegiado deliberou, por maioria, a aceitação da mesma.

Essas são apenas algumas das oportunidades em que o Colegiado da CVM perdeu a chance de julgar questões de extrema relevância para o mercado que regula e fiscaliza e que poderiam servir de jurisprudência e orientação para os participantes do mercado de capitais. Além disso,

também deixou de aplicar sanções condizentes com as condutas ilícitas praticadas pelos acusados, as quais em sua grande maioria de natureza grave, conforme previsto na Instrução CVM nº 491/11.

Infelizmente quando as propostas de termos de compromisso são aprovadas pela CVM não há uma análise profunda do episódio pelos diretores e, por isso, a falta de declarações de voto por partes destes dificulta o entendimento das questões que envolvem o caso.

6.3. Estatísticas – O Termo de Compromisso em números

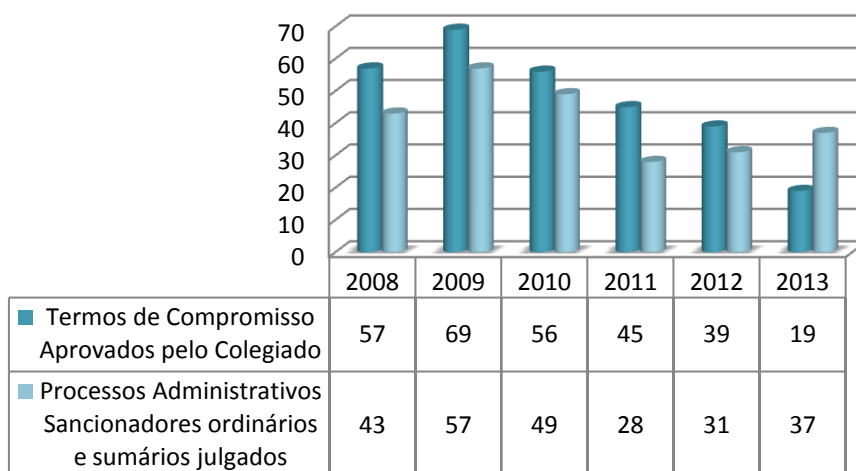
Desde a implantação do Termo de Compromisso através da Lei nº 9.457/97 o seu uso tem sido cada vez mais frequente nos últimos anos, conforme foi possível confirmar através de dados obtidos no próprio site da Comissão de Valores Mobiliários.

No início do regime a sua aplicação ainda era bastante tímida e, por isso, nos primeiros anos os acordos não ultrapassavam a média de 4 (quatro) por ano. Porém, esse cenário já alterou significativamente e os compromissos celebrados entre autarquia e administrados já somam mais de 400 (quatrocentos) até outubro de 2013, sendo que atualmente a média de acordos aprovados por ano é de aproximadamente 50 (cinquenta).⁶¹

Segundo informações divulgadas no site da CVM, nos últimos 5 anos os Termos de Compromisso aprovados pelo Colegiado, na maioria das vezes, chegaram a ultrapassar o número de processos administrativos sancionadores – de rito ordinário e sumário – julgados, conforme é possível observar no quadro abaixo:

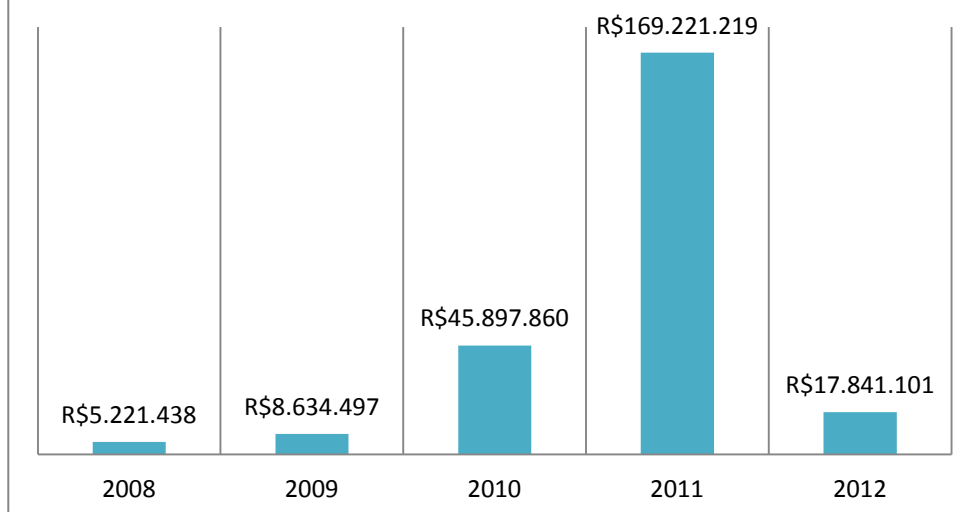
⁶¹ De acordo com o índice geral de Termos de Compromisso disponibilizado no site da CVM, atualizado com termos assinados e publicados até 19.09.2013 e acessado em 27.10.2013.

Termos de Compromisso vs. PAS



Além disso, as cifras arrecadadas pela autarquia com os acordos também são cada vez mais elevadas. De acordo com os dados financeiros dos Relatórios Anuais da CVM a arrecadação de receita à título de termos de compromisso entre os anos 2008 e 2012 ultrapassou o total de R\$ 240 milhões de reais:

Valores arrecadados por ano



Ressalta-se que em 2011 o motivo do valor arrecadado ser comparativamente muito acima dos outros anos se deu em razão da

celebração de um único compromisso, qual seja, o celebrado com a Vivendi no valor de R\$ 150 milhões de reais.

Em um levantamento realizado pelo escritório Levy & Salomão Advogados a pedido da Broadcast e publicado em uma matéria no site do Estadão, foram identificados os 10 (dez) valores mais altos já pagos à CVM por conta da celebração de Termo de Compromisso e também quais as companhias ou grupos que mais fizeram acordos com a autarquia para dar fim aos processos ou inquéritos instaurados contra seus nomes.⁶²

O artigo ressalta que além de compromissos em nome da própria companhia, também foram incluídos os processos que envolviam atos praticados por seus executivos ou controladores. Contudo, os acordos com pessoas físicas sem vínculo com companhias abertas não foram computados, assim como os que não envolveram o pagamento de valores, mas outro tipo de obrigação.

MAIORES TERMOS DE COMPROMISSO	
EMPRESA	VALOR
Vivendi S.A.	R\$ 150.000.000,00
Grupo Safra	R\$ 29.500.000,00
Ambev	R\$ 20.200.000,00
Credit Suisse	R\$ 19.440.000,00
Pactual	R\$ 8.286.426,61
Invest Tur	R\$ 7.500.000,00
Romanche	R\$ 4.679.140,00
Unipar	R\$ 3.036.305,97
Granóleo	R\$ 2.528.259,73
Vailly	R\$ 2.200.000,00

Fonte: dados da CVM compilados pelo escritório Levy & Salomão Advogados

Os três primeiros lugares no ranking das companhias ou grupos que mais celebraram termos de compromisso com a CVM são do (i) o grupo Opportunity com 10 (dez) acordos celebrados; (ii) o Banco Pactual com 8

⁶² “Dez grupos concentram 12% dos acordos feitos com a CVM desde 1998” <http://economia.estadao.com.br/noticias/economia-brasil,dez-grupos-concentram-12-dos-acordos-feitos-com-a-cvm-desde-1998,144861.0.htm>, acessado em 28.10.2013. Os dados foram obtidos com informações disponíveis no site da CVM até 31.01.2013.

(oito) termos; e (iii) Itaú-Unibanco com 6 (seis). Porém, como é possível observar no quadro abaixo e comparando com o quadro acima, os grupos com mais termos assinados não são necessariamente os que mais desembolsaram as maiores quantias:

GRUPOS COM MAIS TERMOS ASSINADOS	
EMPRESA	QUANTIDADE
Opportunity	10
Pactual	8
Itaú/Unibanco	6
Grupo Fator	5
BNP Paribas	4
Votorantim	4
Ambev	3
Credit Suisse	3
Unipar	3
Deloitte	3

Fonte: dados da CVM compilados pelo escritório Levy & Salomão Advogados

7. Adoção de requisitos obrigatórios para a aceitação do Termo de Compromisso

No presente e último capítulo deste trabalho proponho a possibilidade de adoção de alguns requisitos obrigatórios, em complementação aos critérios subjetivos de conveniência e oportunidade atualmente utilizados, para a aceitação da proposta de Termo de Compromisso por parte da CVM.

A Deliberação CVM nº 390/2001 prevê em seu artigo 9º que o Colegiado ao apreciar a proposta de celebração de Termo de Compromisso deverá levar em conta (i) a oportunidade e conveniência do acordo; (ii) a natureza e gravidade das infrações objeto do processo; (iii) os antecedentes dos acusados; e (iv) a efetiva possibilidade de punição, no caso concreto. Apesar da norma expedida pela CVM fazer menção à necessidade de analisar tais itens, ela não tem o condão de constituir requisitos mínimos obrigatórios para a aceitação de proposta de Termo de Compromisso.

Contudo, conforme foi possível observar das pesquisas realizadas para o presente trabalho, incluindo nestas os casos e estatísticas apresentadas no capítulo anterior, os critérios acima definidos não foram suficientes para impedir que o Colegiado aprovasse diversas propostas em casos que se encaixavam perfeitamente nestas hipóteses.

O benefício do compromisso visa efetivamente, de um modo geral, corrigir práticas irregulares e prevenir maiores danos aos investidores. Nesse sentido, a ideia de propor requisitos obrigatórios, em consonância com as funções primordiais do instituto, tem como principais finalidades (i) dar segurança jurídica aos investidores do mercado de capitais, por quem a CVM tem a obrigação de zelar; e (ii) buscar a efetiva punição dos acusados nos casos de infrações de grande potencial lesivo, de modo que conste no histórico do mesmo eventual condenação na autarquia.

Sendo assim, os requisitos obrigatórios aqui sugeridos são:

a) Limite de número de Termos de Compromisso com as mesmas partes dentro de um lapso temporal de 5 (cinco) anos;

b) Reincidência do acusado na mesma conduta, seja por condenação anterior em processo administrativo sancionador na CVM confirmado pelo CRSFN ou celebrado Termo de Compromisso no bojo de inquérito ou processo administrativo que apurasse a ocorrência de igual conduta;

c) Impossibilidade de celebração de Termo de Compromisso em casos de infrações graves, assim definidas na Instrução CVM nº 491/2011;

d) Na hipótese de descumprimento do Termo de Compromisso fica a parte impedida de celebrar novo acordo com a autarquia, ainda que por causa diversa.

Ressalta-se que os requisitos acima sugeridos devem ser analisados isoladamente, sendo certo que se um deles for preenchido não poderá o agente fazer jus ao benefício do termo de compromisso, ou seja, não se trata, portanto, de critérios cumulativos.

7.1. A análise dos requisitos obrigatórios sugeridos

O primeiro requisito proposto é a fixação de um número máximo de Termos de Compromisso com as mesmas partes dentro de um lapso temporal de 5 (cinco) anos. Conforme foi possível observar nas estatísticas apresentadas no capítulo anterior, diversas companhias possuem um histórico de mais de um compromisso celebrado com a CVM, chegando o grupo Opportunity – seja a própria companhia ou seus executivos – a ter 10 (dez) acordos dentro de um espaço de 6 (seis) anos.

Seria possível dizer, ainda que de um modo generalizado, que a possibilidade de fazer uso dos termos de compromisso dá aos infratores certa comodidade quando da prática de condutas *supostamente* ilícitas. Mesmo que a celebração de um Termo de Compromisso seja pública e que,

dependendo das partes envolvidas, tenha uma maior repercussão na mídia, fato é que não tem o mesmo impacto que se os mesmos fossem condenados em um processo administrativo sancionador e, certamente, nem o mesmo desgaste.

O prazo sugerido de 5 (cinco) anos encontra inspiração e respaldo na lei penal quanto ao instituto da reincidência assim definido no artigo 64⁶³ do Código Penal. A reincidência se caracteriza quando alguém pratica um fato criminoso após ter sido condenado por crime anterior, em sentença transitada em julgado.⁶⁴ Com bem explica Delmanto:

*“A condenação anterior não pode ter efeito perpétuo. Após cinco anos da data do cumprimento ou da extinção da pena imposta pela condenação anterior, esta não mais prevalece, ou seja, perde sua força de gerar reincidência quanto ao crime subsequente. O agente retorna à qualidade de primário (deixa de ser reincidente).”*⁶⁵

Ainda na esfera do direito penal, podemos fazer referência ao regime de transação penal previsto no artigo 76 da Lei nº 9.099/95, semelhante em suas finalidades com o Termo de Compromisso na esfera administrativa, que assim dispõe:

“Art. 76. Havendo representação ou tratando-se de crime de ação penal pública incondicionada, não sendo caso de arquivamento, o Ministério Público poderá propor a aplicação imediata de pena restritiva de direitos ou multas, a ser especificada na proposta.”

A transação penal representa uma economia e celeridade processual ao buscar reparar os danos e prejuízos sofridos pela vítima evitando os efeitos de uma eventual condenação de pena restritiva de liberdade ao substituí-la por penas mais brandas (pena restritiva de direitos ou multa). A proposta de celebração de transação penal deve partir do Ministério

⁶³ “Art. 64 - Para efeito de reincidência: I - não prevalece a condenação anterior, se entre a data do cumprimento ou extinção da pena e a infração posterior tiver decorrido período de tempo superior a 5 (cinco) anos, computado o período de prova da suspensão ou do livramento condicional, se não ocorrer revogação; (...)”

⁶⁴ CAPEZ, Fernando. Curso de Direito Penal: parte geral: volume 1. 4ª ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva:2002. p. 409.

⁶⁵ DELMANTO, Celso et al. Código Penal comentado. 7ª ed. atual. e ampl. Rio de Janeiro: Renovar, 2007. p.211.

Público, desde que observados alguns requisitos, quais sejam: (i) que a infração cometida seja de menor potencial ofensivo (assim entendidos os crimes cuja pena máxima cominada não seja superior a dois anos); (ii) ausência de condenação irrecorrível, por crime, à pena de prisão; (iii) não ter sido o beneficiado, nos últimos cinco anos, com a aplicação de pena restritiva ou multa nos termos da lei penal, bem como a análise da necessidade e suficiência da transação. O parágrafo segundo do artigo 76 assim determina:

“ § 2º Não se admitirá a proposta se ficar comprovado:

I - ter sido o autor da infração condenado, pela prática de crime, à pena privativa de liberdade, por sentença definitiva;

II - ter sido o agente beneficiado anteriormente, no prazo de cinco anos, pela aplicação de pena restritiva ou multa, nos termos deste artigo;

III - não indicarem os antecedentes, a conduta social e a personalidade do agente, bem como os motivos e as circunstâncias, ser necessária e suficiente a adoção da medida.” (grifos nossos)

E, ainda, dispõe o parágrafo quarto do mesmo artigo que a transação penal não importará em reincidência, porém fica o acusado impedido de se beneficiar de outra transação penal por um prazo de 5 anos. Nos dizeres de Cezar Roberto Bitencourt:

*“É um espécie de tempo depurador, esperando-se do autor do fato que, pelo menos por cinco anos, não volte a envolver-se com infrações penais, justificando a benevolente “compreensão estatal” pela prática de delitos pequenos, quando não repetidos.”*⁶⁶

Inegável dizer que as esferas administrativa e penal não se confundem, contudo nada impede que o legislador busque amparo e inspiração em regimes semelhantes. Inclusive, em parecer da própria autarquia o advogado da CVM sugere a adoção de parâmetros análogos ao da lei penal para regular o procedimento de concessão do benefício do Termo de Compromisso:

“Logo, torna-se necessária a adoção de parâmetros similares aos da lei penal para reger a concessão do benefício, o que irá conferir transparência à conduta

⁶⁶ BITENCOURT, Cezar Roberto. Tratado de Direito Penal: parte geral, volume 1. 11ª ed. atual. São Paulo: Saraiva, 2007. pg. 610.

*dos agentes desta autarquia, e permitirá a adequada motivação dos atos de concessão ou denegação do benefício.”*⁶⁷

E, ainda, em outro parecer:

*“A verificação dos eventuais antecedentes do acusado, por exemplo, certamente constitui fator decisivo na análise discricionária da proposta de compromisso e deve ser levada em conta pela CVM como elemento de convicção.”*⁶⁸

Sendo assim, a ideia de ter um número máximo permitido para a propositura e consequente aceitação de um compromisso dentro de um lapso temporal é fazer com que os agentes infratores não se beneficiem dessa condição sempre que se verem no bojo de um inquérito ou processo administrativo instaurado pela CVM.

O outro requisito sugerido é a impossibilidade de celebrar Termo de Compromisso se houver reincidência do acusado na mesma conduta, seja por condenação anterior em processo administrativo sancionador na CVM confirmado pelo CRSFN ou celebrado Termo de Compromisso no bojo de inquérito ou processo administrativo que apurasse a ocorrência de igual conduta. Neste caso, importante ressaltar que a reincidência não é a mesma prevista no requisito anterior, ou seja, não se utiliza a definição prevista no direito penal.

Trata-se, porém, de recorrência na prática de mesma conduta pelo mesmo infrator, independentemente do lapso temporal entre o primeiro e o segundo ato. Neste caso a ideia é que o acusado não se beneficie do acordo quando pratica o mesmo ato mais de uma vez, por demonstra o seu descaso para com a prática de condutas consideradas irregulares ou ilícitas.

Já o critério de impossibilidade de celebração do acordo em casos de infrações graves definidas por instrução normativa da CVM visa, primordialmente, a efetiva punição dos agentes no caso concreto ante as

⁶⁷ PARECER/CVM/PJU/Nº 005 de 10.03.1998

⁶⁸ PARECER/CVM/PJU/Nº 006 de 10.03.1998

condutas praticadas que possuem grande potencial lesivo ao mercado de capitais.

A Lei nº 6.385/76 em seu artigo 11, §3º⁶⁹ determina que as penalidades previstas nos incisos III a VIII do referido artigo só podem ser aplicadas em casos de infrações graves, contudo caberia a CVM definir tais hipóteses. Assim sendo, a CVM editou a Instrução CVM nº 131/90 prevendo as condutas que quando praticadas seriam caracterizadas como infrações graves; atualmente a referida instrução foi revogada pela Instrução CVM nº 491/2011.

As infrações graves previstas na Instrução CVM nº 491/11 decorrem de descumprimento de comandos legais previstos na lei societária (Lei nº 6.404/76), quais sejam: (i) art. 117; (ii) art. 153; (iii) art. 154, caput e §§ 1º e 2º; (iv) art. 155, caput e §§ 1º, 2º e 4º; (v) art. 156, caput e § 1º; (vi) art. 165, caput e §§ 1º e 2º; (vii) art. 201; (viii) art. 202, caput e §§ 5º e 6º; (ix) art. 205, caput e § 3º; (x) art. 245; (xi) art. 254-A; (xii) art. 273; bem como o descumprimento de determinação da CVM feita nos termos do art. 9º, inciso IV, da Lei nº 6.385/76 e embaraço à fiscalização da CVM.

No Relatório Anual de 2012 da CVM foi possível observar que os assuntos mais recorrentes nos processos administrativos instaurados versavam sobre alguns dos casos acima elencados:

Assuntos instaurados – julgamentos realizados pelo Colegiado				
Assuntos	2010	2011	2012	Total
Divulgação de fato relevante e comunicação da aquisição de participação relevante	6	3	2	11
Informações periódicas	9	1	0	10
Criação de condições artificiais de demanda/manipulação de preços/operações fraudulentas /práticas não equitativas	13	0	3	16
Assembleias gerais	6	0	3	9
Insider trading	4	5	5	14
Administração de carteiras e de fundos de investimentos	6	0	0	6
Desvio de poder/dever de diligência/dever de lealdade/dever de sigilo	4	3	3	10
Auditoria	4	2	1	7
Conflito de interesses/abuso do direito de voto/abuso de poder de acionista controlador	2	3	1	6
Outros	14	10	13	37

⁶⁹ “Art. 11 – (...) § 3º Ressalvado o disposto no parágrafo anterior, as penalidades previstas nos incisos III a VIII do caput deste artigo somente serão aplicadas nos casos de infração grave, assim definidas em normas da Comissão de Valores Mobiliários.”

Dentre as diversas hipóteses são as de maior repercussão e que ocorrem com mais frequência as seguintes:

a) **art. 117**: o acionista controlador responde por atos praticados com *abuso de poder*, sendo estas hipóteses previstas nas alíneas do artigo em referência, lembrando que são apenas exemplificativas e não taxativas. O parágrafo único do art. 116 determina que “*o acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social (...)*” e sendo assim o controlador extrapola o seu poder ao promover a adoção de políticas ou decisões que não tenham por fim o interesse da companhia. Ressalta-se que é requisito a prática de atos com fins extrasociais para que reste caracterizado o abuso de poder de controle.⁷⁰

b) **art. 153**: o artigo trata do *dever de diligência*, um dos deveres dos administradores de maior abrangência, que estabelece um padrão de comportamento ao determinar que o administrador deve empregar, no exercício de suas funções, o cuidado e a diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração de seus próprios negócios. É possível afirmar que é partir desse dever que todos os demais deveres se desdobram;

c) **art. 154, caput e §§ 1º e 2º**: os administradores devem exercer suas atribuições, definidas em lei, visando os interesses sociais da companhia. Nesse sentido, lhes é vedado praticar atos que não busquem tal fim, ou seja, com *desvio de poder*, assim entendidos os atos de liberalidade, o uso de recursos da companhia para fins pessoais, bem como receber vantagem pessoal em razão do cargo que ocupa;

d) **art. 155, caput e §§ 1º, 2º e 4º**: o administrador deve à companhia *lealdade* e discrição a respeito dos seus negócios. O artigo versa sobre a usurpação de oportunidade comercial, a omissão no exercício ou proteção

⁷⁰ FILHO, Alfredo Lamy; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). Direito das Companhias – vol. I. Rio de Janeiro: Forense, 2009. Pg 850

de direitos da própria companhia visando benefício pessoal e aquisição de bens para revenda à companhia. Além disso, o artigo também aborda outros assuntos de extrema relevância, pois seus parágrafos dizem respeito ao dever de sigilo e o uso de informações privilegiadas (*insider trading*) para benefício próprio ou de terceiros, conduta altamente prejudicial para o mercado. Muitos casos envolvendo a suposta prática de *insider trading* são objeto de Termo de Compromisso.

e) **art. 156, caput e § 1º**: trata-se de um limite imposto à atuação do administrador uma vez que lhe é vedado intervir em negócios da companhia quando houver *conflito de interesses*. No entendimento da doutrina, há conflito de interesses quando ocorre uma colisão entre o interesse social e o do administrador, de modo que um interesse não pode prevalecer sem o sacrifício do outro.⁷¹

f) **art. 254-A, caput**: esse artigo versa sobre a obrigação de realizar oferta pública de aquisição de ações em caso de alienação de controle de companhia aberta. Nestes casos a Lei de Sociedades Anônimas assegura aos acionistas minoritários o direito de vender suas ações ao adquirente do controle por preço no mínimo igual a 80% pago pelas ações pertencentes ao bloco de controle ou o direito de permanecer na companhia mediante o pagamento de prêmio⁷². Esta última alternativa é uma faculdade do adquirente do controle oferecer ou não, enquanto que a oferta pública de aquisição de ações é obrigatória.

Feitas estas breves considerações acerca das infrações graves cabe dizer que a observância deste requisito encontra respaldo no próprio corpo interno da autarquia. Antes da edição de deliberação regulamentando o processo e procedimento do Termo de Compromisso a CVM emitiu o Parecer/CVM/PJU/Nº 005 que afirmava que:

“(...) aquele que pratica uma infração de enorme potencial lesivo, com características marcadamente dolosas, ainda que não reincidente, não deveria

⁷¹ FILHO, Alfredo Lamy; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). Direito das Companhias – vol. II. Rio de Janeiro: Forense, 2009. Pg 1156.

⁷² De acordo com a Lei nº 6.404/76 o prêmio é equivalente à diferença entre o valor de mercado das ações e o valor pago por ação integrante do bloco de controle

fazer jus a tal benefício, uma vez que sua punição terá repercussão mais positiva se encarada como exemplo para os demais agentes do mercado.”

E, ainda, o ex-diretor da CVM Eli Loria, em entrevista já mencionada neste trabalho, critica o uso do Termo de Compromisso em casos envolvendo infrações graves, como abuso de poder e *insider trading*, por afetarem a confiança do investidor no mercado.

Tendo em vista a natureza eminentemente prejudicial de todas as condutas aqui referidas não deveriam os agentes que as praticaram possuir o benefício de celebrar acordo com a CVM, devendo tais casos ir a julgamento para que seja realizada a devida análise dos atos perpetrados e de eventuais prejuízos e, se assim entender o Colegiado, condenar os acusados e impor-lhes as penalidades cabíveis.

É importante dizer que a Lei nº 6.385/76, com alteração dada pela Lei nº 10.303/2011, já instituiu como crimes contra o mercado de capitais a manipulação do mercado (artigo 27-C⁷³) e o uso indevido de informação privilegiada (artigo 27-D⁷⁴). Para o a manipulação do mercado a pena prevista é reclusão, de 1 (um) a 8 (oito) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime; enquanto que para o uso indevido de informação privilegiada a pena é de reclusão, de 1 (um) a 5 (cinco) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime.

Apesar de essas condutas caracterizarem um ilícito penal e, mais, não são nem de menor potencial ofensivo (que se aplica a crimes cuja lei comine pena máxima não superior a dois anos, cumulada ou não com

⁷³ “Art. 27-C. Realizar operações simuladas ou executar outras manobras fraudulentas, com a finalidade de alterar artificialmente o regular funcionamento dos mercados de valores mobiliários em bolsa de valores, de mercadorias e de futuros, no mercado de balcão ou no mercado de balcão organizado, com o fim de obter vantagem indevida ou lucro, para si ou para outrem, ou causar dano a terceiros: Pena – reclusão, de 1 (um) a 8 (oito) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime.”

⁷⁴ “Art. 27-D. Utilizar informação relevante ainda não divulgada ao mercado, de que tenha conhecimento e da qual deva manter sigilo, capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiro, com valores mobiliários: Pena – reclusão, de 1 (um) a 5 (cinco) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime.”

multa, conforme prevê a Lei 9.099, de 1995) não há na legislação em referência, nem em atos normativos da CVM a proibição de celebração de Termo de Compromisso nesses casos.

Nesse contexto cabe mencionar o Projeto de Lei 1.851/2011 apresentado pelo Deputado Chico Alencar do PSOL/RJ em 13 de julho de 2011 que visa incluir o § 13º ao art. 11 da Lei nº 6.385/76, para restringir o uso de termos de compromisso pela Comissão de Valores Mobiliários nos casos previstos nos arts. 27-C e 27-D daquela Lei. A redação proposta é a que segue:

“§ 13 O compromisso a que se refere o § 5º deste artigo não poderá ser firmado nos casos que envolvam procedimento administrativo instaurado para a apuração de infrações relativas aos crimes previstos nos artigos 27-C e 27-D desta Lei.”

Na Justificação da proposta de lei o Deputado afirma que a principal finalidade da alteração é atender ao interesse público, requisito legal para a celebração de qualquer Termo de Compromisso por parte da CVM:

“O uso de “Termos de Compromisso” pela Comissão de Valores Mobiliários, em que pese os benefícios advindos da maior celeridade na apuração e julgamento de delitos pelo ente regulador, tem se revelado contrário ao interesse público nos casos de uso indevido de informação relevante ainda não divulgada por empresas de capital aberto com a finalidade de auferir vantagem financeira - o chamado insider trading.

Tais delitos, que normalmente são cometidos por administradores das próprias empresas ou pessoas próximas da gestão (assessores, técnicos, consultores, etc.), minam a confiança do mercado de capitais, configurando um verdadeiro atentado contra a economia popular, seja por conta da quebra do Dever de Lealdade dos administradores, previsto no art. 155 da Lei 6.404 (Lei das Sociedades Anônimas), seja pela ruptura de um princípio básico que rege esse mercado: as informações devem fluir da forma mais transparente possível, oferecendo a todos os investidores as mesmas condições para a tomada de decisões.”⁷⁵ (grifos nossos)

Sendo assim, seria possível afirmar que o projeto de lei acima mencionado também tem por finalidade conferir maior segurança e confiança aos participantes do mercado ao não mais permitir o uso de

⁷⁵ Justificação do Projeto de Lei nº 1851/ 2011. Disponível em <http://www.camara.gov.br/proposicoesWeb/prop_mostrarintegra?codteor=899991&filename=PL+1851/2011>. Acesso em 05 nov. 2011.

termos de compromisso nos casos de manipulação do mercado e de *insider trading*, bem como levar a julgamento uma infração grave, independentemente do valor que o acusado está disposto a pagar, reduzindo assim a sensação de impunidade no mercado de capitais. Além disso, também estaria a CVM atendendo ao critério de levar em conta a “*gravidade das infrações objeto do processo*”, como expressamente determina o artigo 9º da Deliberação CVM nº 390/01.

Tal proposta está também em perfeita consonância com um dos deveres basilares atribuídos à CVM no artigo 4º de sua lei instituidora, qual seja, o de proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra atos ilegais de administradores e controladores de companhias abertas, o uso de informação relevante ainda não divulgada ao mercado e evitar e coibir fraudes ou manipulação do mercado, entre outras.

Por fim, também é um dos requisitos propostos o impedimento da parte celebrar novo acordo com a autarquia, ainda que por causa diversa, na hipótese de descumprimento do Termo de Compromisso anteriormente celebrado.

Atualmente, em caso de descumprimento de acordo celebrado entre as partes, a consequência é que o processo administrativo suspenso é retomado para aplicação das penalidades cabíveis, conforme dispõe tanto o artigo 6º da Deliberação CVM nº 390/01 como o parágrafo 8º do artigo 11 da Lei nº 6.385/76. Contudo, até 2001 o descumprimento do acordo acarretava em crime de desobediência, previsto no artigo 330 do Código Penal. Conforme já mencionado no presente trabalho, apesar de operadores do direito criticarem essa consequência, não se pode negar que tal previsão intimidava os agentes que celebravam o compromisso com a autarquia.

Tendo em vista que não mais existe esse efeito, nada mais justo que aquele que descumpre as obrigações previstas e pactuadas em Termo de Compromisso, além de ter o processo administrativo retomado não faça jus ao benefício em posterior processo ou inquérito administrativo instaurado

pela CVM que venha a ser parte no futuro. Porém, também se mostra razoável e proporcional que esse impedimento tenha um prazo a ser fixado, como ocorre nos casos de reincidência.

Interessante comentar que a CVM já entendeu que o descumprimento do acordo poderia ser caracterizado como infração grave por instrução própria, conforme expresso no Parecer/CVM/PJU nº 006:

“(...) dispondo a CVM de poder regulatório sobre o mercado e cabendo-lhe impor aos infratores das suas próprias resoluções as penalidades previstas no artigo 11 da Lei nº 6.385/76, entendemos perfeitamente cabível que, por instrução, o descumprimento do termo de compromisso seja qualificado como INFRAÇÃO DE NATUREZA GRAVE (...).”

Se assim viesse a CVM a regulamentar o descumprimento do compromisso estaria então a regra em consonância com outro requisito aqui proposto, qual seja, a impossibilidade de celebrar acordos em casos de infrações graves.

Os requisitos acima propostos buscam sanar o uso exagerado dessa importante ferramenta para todo e qualquer tipo de infração cometida por agentes do mercado de valores mobiliários, muitas vezes sem que seja, de fato, analisada e ponderada a gravidade do ilícito apurado. E, ainda, não raro sem que o acusado faça jus ao benefício.

8. Conclusão

O instituto do Termo de Compromisso regulado pela Lei nº 6.385/76 e Deliberação CVM nº 390/01 é de extrema relevância para aqueles que atuam no mercado de capitais brasileiro, seja por suas diversas características mas, principalmente, por seu uso cada vez mais recorrente nos últimos anos e seus efeitos práticos.

Diante dos estudos realizados tal regime apresenta diversas características e vantagens como celeridade processual, suspensão do processo administrativo em curso, cessar condutas ilícitas e indenizar eventuais prejuízos entre outras, mas também desvantagens por não constituir uma penalidade, não promover discussões importantes para o mercado e não gerar jurisprudência.

Nos dias de hoje cada vez mais as operações no âmbito do mercado de capitais assumem grandes proporções, valores significativos e envolvem partes expressivas. Sendo assim, esse panorama demanda que o papel fiscalizador e sancionador da CVM seja exercido de forma eficiente buscando se certificar das condutas praticadas pelos agentes e coibir aquelas consideradas irregulares e ilícitas.

No presente trabalho procurei questionar a atual utilização do Termo de Compromisso no âmbito do mercado de valores mobiliários, a sua aplicação pela CVM e quais seriam as eventuais consequências. Entendo que o instituto vem sendo usado de maneira excessiva e, às vezes, tardiamente, até mesmo momentos antes do julgamento, o que prejudica a formação de jurisprudência e a aplicação de outras sanções, talvez até mais eficientes, que podem ser empregadas pela autarquia e, também, pode fazer com que a celebração do compromisso não cumpra o seu papel de desestimular a prática de condutas ilícitas.

Porém, não se pode negar que com as pesquisas elaboradas foi possível concluir que o instituto do Termo de Compromisso possui grande

utilidade ao proporcionar uma rápida solução consensual de litígios na esfera administrativa e a eficiente alocação de recursos por parte da autarquia e dos administrados. E, ainda, permite à CVM uma flexibilidade negocial sem, porém, perder o seu poder coercitivo.

Contudo, em determinados casos, entendo que o seu uso pode e tem representado um sentimento de impunidade para os investidores e demais agentes. Isso porque, a celebração de acordos em situações em que a conduta investigada é altamente lesiva ao mercado tem se revelado cada vez mais frequente, podendo se atribuir a esse fato os elevados valores oferecidos nas propostas.

Essa postura, em última análise, parece demonstrar que a CVM tem privilegiado a celebração de Termos de Compromisso em detrimento do julgamento dos processos administrativos⁷⁶, que por sua vez comportam uma melhor análise do caso, a devida responsabilização dos agentes infratores diante das condutas praticadas e, ainda, tem o condão de orientar o mercado. Tendo em vista o alto índice de Termos de Compromisso celebrados nos últimos anos, importantes casos deixam de ser julgados, encerrando questões que poderiam ser apreciadas minuciosamente pelo Colegiado e que, na prática, resultariam em decisões mais eficientes em termos disciplinares e norteadores.

Nesse sentido e tendo em vista os efeitos não tão vantajosos que o uso demasiado do instituto pode acarretar, ousei propor requisitos mínimos obrigatórios para a aceitação de propostas de Termo de Compromisso.

A proposta de adoção de critérios objetivos e obrigatórios tem como principais finalidades dar segurança jurídica aos investidores e buscar a efetiva punição dos acusados nos casos de infrações de grande potencial lesivo ao mercado, além de buscar diminuir o uso constante dessa importante ferramenta para todo e qualquer tipo de infração cometida por

⁷⁶ Conforme quadro exibido no Capítulo 6, os Termos de Compromisso aprovados por ano pela CVM ultrapassam o número de processos administrativos de rito ordinário e sumário julgados por ano.

agentes, muitas vezes sem que seja, de fato, analisada e ponderada a gravidade do ilícito apurado e, ainda, não raro sem que o acusado faça jus ao benefício.

O uso do Termo de Compromisso como alternativa para a solução de litígios com a CVM também deve estar em sintonia com a função da autarquia de disciplinar e zelar pelo bom e eficiente desenvolvimento do mercado. A conclusão é no sentido de que o instituto proporciona diversos benefícios tanto para CVM quanto para os acusados, porém pode ser utilizado de maneira mais rigorosa e levando em consideração outros fatores – no mesmo patamar de relevância – que não só os valores envolvidos.

Quando surgiu o Termo de Compromisso, em 1997, o seu uso era bastante tímido, porém vem crescendo significativamente nos últimos anos – principalmente após a edição da Deliberação CVM nº 390/2001 – o que demonstra que o instituto é recente e ainda demanda aprimoramentos por parte da autarquia. Sendo assim, tais aperfeiçoamentos requerem tempo e experiência para que a CVM possa avaliar os prós e contras, as consequências, a reação do mercado em relação aos acordos já celebrados e o papel que ele vem desempenhando para que, gradualmente, promova os ajustes necessários.

Espero com este trabalho ter respondido todos os questionamentos propostos mas não sendo isso de todo possível que, ao menos, a reflexão tenha sido realizada e o assunto discutido.

9. Referências Bibliográficas

ANDRADE, Cláudio; FLESCCH, Marcos. Os termos de compromisso e as multas aplicadas pela CVM têm servido para inibir o mau comportamento de agentes do mercado. *Revista Capital Aberto*. Edição 99. Novembro de 2011. p. 45/46.

BITENCOURT, Cezar Roberto. *Tratado de Direito Penal*, 5: parte especial: dos crimes contra a administração pública, dos crimes praticados por prefeitos. 4 ed. rev., atual., e ampl. – São Paulo: Saraiva, 2010. 557 p.

BITENCOURT, Cezar Roberto. *Tratado de Direito Penal*: parte geral, volume 1. 11ª ed. atual. São Paulo: Saraiva, 2007. pg. 610. 754 p.

BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito Societário*. 12. ed. rev., aum. e atual. – Rio de Janeiro: Renovar, 2010. 576 p.

BULGARELLI, Waldirio. Aspectos relevantes da reforma da Lei 6.404/76, pela recente Lei 9.454/97. in *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, nº 108, Malheiros Editores, 1997.

CAPEZ, Fernando. *Curso de Direito Penal*: parte geral: volume 1. 4ª ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva:2002. 537 p.

CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas*: Lei nº 6.404., de 15 de dezembro de 1976, com as modificações das Leis nº 9.457, de 5 de maio de 1997, e nº 10.303, de 31 de outubro de 2001. São Paulo: Saraiva, 2003.

CHAVES, Renato; AMENDOLARA, Leslie. Os termos de compromisso têm sido usado em demasia pela CVM?. Revista Capital Aberto. Edição 78. Fevereiro de 2010. p. 46.

CHEDIAK, Julian Fonseca Peña. A Reforma do Mercado de Valores Mobiliários. In. Jorge Lobo (org.). Reforma da lei de Sociedades Anônimas: inovações e questões controvertidas da Lei nº 10.303, de 31.10.2001. Rio de Janeiro: Forense, 2002.

CLEMENTE, Eduardo Silveira. Parecer/CVM/PJU/Nº 006 – 10.03.1998.

D&O - Responsabilidade Civil dos Administradores. Disponível em <<http://www.acegroup.com/br-pt/empresas/d-e-o-responsabilidade-civil-dos-administradores.aspx>> Acesso 26 out. 2013.

DELMANTO, Celso et al. Código Penal comentado. 7ª ed. atual. e ampl. Rio de Janeiro: Renovar, 2007. 1336 p.

DUBEUX, Julio Ramalho. A Comissão de Valores Mobiliários e os principais instrumentos regulatórios do mercado de capitais. 2005. 96 p. Dissertação. Rio de Janeiro: PUC; Departamento de Direito.

DURÃO, Mariana. Dez grupos concentram 12% dos acordos feitos com a CVM desde 1998. Disponível em <<http://economia.estadao.com.br/noticias/economia-brasil,dez-grupos-concentram-12-dos-acordos-feitos-com-a-cvm-desde-1998,144861,0.htm>>. Acesso em 25 out. 2013.

EIZIRIK, Nelson et al. Mercado de Capitais – regime jurídico. 3 ed. revista e ampliada – Rio de Janeiro: Renovar, 2011. 660 p.

EIZIRIK, Nelson Laks. Reforma das S.A. & do Mercado de Capitais. Rio de Janeiro: Renovar, 1997. 440 p.

EIZIRIK, Nelson. *Regime Jurídico do Mercado de Capitais*: Modificações introduzidas pela Lei nº 9.457/97. In: BULGARELLI, Waldírio (Coord.). Reforma da lei das Sociedades por Ações, S/e, São Paulo, Pioneira, 1998.

FERREIRA, Luiz Eduardo Martins et al. O instituto da *reformatio in pejus* no processo administrativo sancionador. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais. Ano 14; vol. 53; jul-set/2011. p. 47/64.

FILHO, Alfredo Lamy; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). Direito das Companhias – vol. I e II. Rio de Janeiro: Forense, 2009. 2.330 p.

GRAU, Eros Roberto. A ordem econômica na Constituição de 1988: interpretação e crítica. 15ª ed., rev., e atual., Malheiros: São Paulo, 2012.

GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Sobre o Poder Disciplinar da CVM. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. Ano XX (Nova Série). nº 43. Julho/Setembro de 1981. p. 64/78.

JUNIOR, Humberto Theodoro. Curso de Direito Processual Civil – Teoria Geral do direito processual civil e processo de conhecimento. Rio de Janeiro: Forense, 2008. 798 p.

KAHIL, Gustavo. CVM aperta o cerco; veja as maiores multas e termos de compromisso de 2010. Disponível em <
<http://exame.abril.com.br/mercados/noticias/cvm-aperta-o-cerco-veja-as-maiores-multas-e-termos-de-compromisso-de-2010> > Acesso 05 nov. 2013.

LEITE, José Roberto Pinguêlo. Parecer/CVM/PJU/Nº 24^A/02 – 09.12.2002.

Litigation Release No. 20013/February 22, 2007. SEC Files Settled Insider Trading Charges Against Former Sadia S.A. Chief Financial Officer and Former Investment Banker at ABN AMRO Real S.A. Disponível em < <http://www.sec.gov/litigation/litreleases/2007/lr20013.htm> > Acesso 25 set. 2013.

MAIA, Bruna. Cálculo de Risco: Por que os cada vez mais milionários termos de compromisso se tornaram uma saída conveniente para a CVM e para os acusados. Revista Capital Aberto. Edição 91. Março de 2011. p. 28/31.

MAZZUCATO, Paolo Zupo. Acordo de leniência: questões controversas sobre o art. 35-C da Lei Antitruste. Revista do IBRAC - Direito da concorrência, consumo e comércio internacional. nº 17 – jan-jun/2010. p. 169/210.

MORAES, Luiza Rangel de. Considerações sobre o *consent decree* e sua aplicação no âmbito da disciplina do mercado de valores mobiliários: in Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem, nº 4: Ed. Revista dos Tribunais, 1999. p. 99/113.

MUTO, Silvio; YOKOI, Yuki. Colegiado da CVM amplia uso de termos de compromisso. Revista Capital Aberto. Edição 60. Agosto de 2008. p. 8.

NETO, Amadeu de Souza Ferreira. Programa de Leniência e a Lei 12.529/2011: avanços e desafios. Revista do IBRAC – Direito da concorrência, consumo e comércio internacional. Ano 19 - vol 22 – jul-dez/2012. p. 145/162.

NETO, Diogo de Figueiredo Moreira. Curso de Direito Administrativo: parte introdutória, parte geral e parte especial. 15ª edição – 2ª tiragem – Rio de Janeiro: Ed. Forense, 2009. 759 p.

NETO, José Adriano Marrey. CVM – Edital de Audiência Pública – Processo Administrativo Sancionador. Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem. Ano 5. nº 18. Outubro-Dezembro/2002. p. 28/40.

NUNES, Simone Lahorgue. Os Fundamentos e os Limites do Poder Regulamentar no Âmbito do Mercado Financeiro, Rio de Janeiro: Ed. Renovar, 2000. 200 p.

OLIVEIRA, Regis Fernandes de. Infrações e Sanções Administrativas. 2. ed e rev., atual. e ampl. – São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2005. 143 p.

OLIVEIRA, Régis Fernandes de; HORVATH, Estevão. Manual de direito financeiro. 2 ed. rev. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1997. 158 p.

PARENTE, Norma. A regulação e o desenvolvimento do mercado de capitais: in Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem, nº 18: Ed. Revista dos Tribunais, 2002. p. 247/249.

PAULIN, Luiz Alfredo. Inquérito Administrativo CVM e Recurso de Ofício. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. Ano XXXV (Nova Série). nº 101. Janeiro-Março/1996. p. 97/108.

Relatório Anual 2010 da CVM. Disponível em <
[http://www.cvm.gov.br/port/relgest/Relat%C3%B3rio_Anual_CVM2010.p
df](http://www.cvm.gov.br/port/relgest/Relat%C3%B3rio_Anual_CVM2010.pdf)> Acesso 29 out. 2013.

Relatório Anual 2011 da CVM. Disponível em <
[http://www.cvm.gov.br/port/relgest/Relatorio_Web_Alterado_28062012.pd
f](http://www.cvm.gov.br/port/relgest/Relatorio_Web_Alterado_28062012.pdf)> Acesso 29 out. 2013.

Relatório Anual 2012 da CVM. Disponível em <
http://www.cvm.gov.br/port/relgest/RELATORIO_ANUAL_2012.pdf>
Acesso 29 out. 2013.

RIBEIRO, Amadeu; NOVIS, Maria Eugênia. Programa Brasileiro de
leniência: evolução, efetividade e possíveis aperfeiçoamentos. Revista do
IBRAC - Direito da concorrência, consumo e comércio internacional. nº 17
– jan-jun/2010. p. 147/168.

SALLES, Marcos Paulo de Almeida. Aspectos da Competência do CMN e
da CVM no mercado de valores mobiliários. in Revista de Direito
Mercantil, Industrial e Econômico Financeiro, nº108, Malheiros Editores,
1997.

SEC - Rules of practice, April 2004. Rule 240. Settlement. Disponível em
<<http://www.sec.gov/about/rulesprac042004.htm#240>> Acesso em 25 set.
2013.

Seguro D&O. Disponível em <
http://www.fatorseguradora.com.br/seguradora/produtos/seguro_d_o.html>.
Acesso 26 out. 2013.

SOUTO, Marcos Juruena Villela. Direito Administrativo da Economia. 3ª ed. rev., ampl., e atual. da obra Aspectos Jurídicos do Planejamento Econômico. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2003. 528 p.

SOUTO, Marcos Juruena Villela. Direito Administrativo Regulatório. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2002. 433 p.

TEIXEIRA, Lucas Mendes de Freitas. Os Termos de Compromisso de Cessação e responsabilidade civil por infração à ordem econômica. Revista do IBRAC – Direito da Concorrência, Consumo e Comércio Internacional. Ano 19 – vol. 21 – jan-jun/2012. p. 95/107.

TRINDADE, Marcelo Fernandes. O papel da CVM e o mercado de capitais no Brasil. In: Jairo Saddi (org). *Fusões e Aquisições: Aspectos Jurídicos e Econômicos*. São Paulo: IOB, 2002.

VERGARA, Henrique de R. Parecer/CVM/PJU/Nº 005 – 10.03.1998.

VICENTINI, Pedro C. E.. *A confissão de culpa nos Termos de Compromisso de Cessação*: requisito essencial ou prescindível, face ao programa de leniência?. Revista do IBRAC - Direito da concorrência, consumo e comércio internacional, nº 17 – jan-jun/2010. p. 252/274.

WELLISCH, Julya Sotto Mayor; SANTOS, Alexandre Pinheiro dos. O termo de Compromisso no âmbito do mercado de valores mobiliários. Interesse Público – IP, Belo Horizonte, ano 11, n. 53, jan./fev. 2009. Disponível em:
<<http://www.bidforum.com.br/bid/PDI0006.aspx?pdiCntd=56737>>. Acesso em 25 set. 2013

YOKOI, Yuki. *Proteção excessiva*: Indenização garantida pela Oi às vésperas da fusão provoca a pergunta: até que ponto uma companhia deve blindar seus executivos de prejuízos em processos judiciais?. Revista Capital Aberto. Edição 123. Novembro de 2013. Disponível em <<http://www.capitalaberto.com.br/temas/captacoes-e-bolsa-de-valores/protecao-excessiva/>>. Acesso 10 nov. 2013.

YOKOI, Yuki. Receitas da CVM com termos de compromisso atingem recorde. Revista Capital Aberto. Edição 75. Novembro de 2009. p 8.