



PUC

DEPARTAMENTO DE DIREITO

O DUPLO GRAU ADMINISTRATIVO NA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

por

RENATA PASSY

ORIENTADOR: Augusto Werneck

2008.1

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

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

RIO DE JANEIRO - BRASIL

O DUPLO GRAU ADMINISTRATIVO NA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

por

RENATA PASSY

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.

Orientador:
Augusto Werneck

2008.1

Aos meus pais por tudo em minha vida, e pelo exemplo de força e determinação.
Ao meu irmão pela inspiração em minha vida profissional.

RESUMO

PASSY, Renata. O Duplo Grau Administrativo na Comissão de Valores Mobiliários. Rio de Janeiro, 2008. 67 p. Monografia de final de curso – Departamento de Direito, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

O presente trabalho tem como objeto o estudo do duplo grau administrativo no âmbito da Comissão de Valores Mobiliários, a fim de demonstrar a necessidade de se assegurar aos acusados em processos administrativos sancionadores todas as garantias constitucionais do devido processo legal, do contraditório e da ampla defesa, bem como da segurança jurídica das decisões proferidas e da celeridade, promovendo, desta forma, uma regulação eficiente, qualificada e capaz de responder ao mercado quando há algo errado, ou seja, capaz de “fazer cumprir” as regras do jogo.

Para tanto, realizou-se uma contextualização histórica da Comissão de Valores Mobiliários e a influência norte-americana exercida através da *Securities and Exchange Commission*, além de delimitar seu campo de atuação, através do estudo do conceito de valores mobiliários e das funções que foram atribuídas a esta Autarquia. Em seguida, foi feita a análise do processo administrativo sancionador, os princípios a ele aplicáveis e os procedimentos adotados.

Por fim, as atenções se voltaram para a discussão do duplo grau administrativo no âmbito da Comissão, tendo em vista, principalmente, as características específicas da Comissão de Valores Mobiliários e do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional.

PALAVRAS-CHAVE: Duplo Grau Administrativo. CVM. CRSFN. Princípios. Devido Processo Legal. Processo Administrativo Sancionador. Regulação. Mercado de Capitais. Segurança Jurídica.

SUMÁRIO

Introdução.....	6
Capítulo I – NOÇÕES GERAIS.....	9
1.1. Breve contexto histórico.....	9
1.2. A criação da Comissão de Valores Mobiliários.....	12
1.3. A influência da <i>Securities and Exchange Commission</i>	14
1.4. A Comissão de Valores Mobiliários Atualmente.....	17
Capítulo II – O ÂMBITO DE ATUAÇÃO DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS.....	20
2.1. O conceito de Mercado de Capitais.....	20
2.2. As funções da Comissão de Valores Mobiliários.....	23
2.2.1. A função de Regulamentação.....	24
2.2.2. A função de Fiscalização.....	27
2.2.3. A função Sancionadora.....	29
Capítulo III – O PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS.....	31
3.1. Conceito.....	31
3.2. Princípios Aplicáveis.....	33
3.2.1. Princípio da Legalidade.....	34
3.2.2. Princípio da Irretroatividade das Normas Punitivas.....	35
3.2.3. Princípio da Tipicidade da Conduta.....	37
3.2.4. Princípio da Culpabilidade do Acusado.....	38
3.2.5. Princípio da Proporcionalidade das Penas.....	38
3.2.6. Princípio da Presunção de Inocência do Acusado.....	39
3.2.7. Princípio da Prescrição das Sanções Administrativas.....	40
3.2.8. Princípio da Impossibilidade de Dupla Apenação.....	41
3.2.9. Princípio da Legalidade do Procedimento.....	42
3.2.10. Princípio do Cabimento de Recursos na Esfera Administrativa.....	43
3.3. Procedimentos.....	44
3.4. Termo de Compromisso.....	45
3.5. Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional.....	46
Capítulo IV – REFLEXÕES SOBRE O DUPLO GRAU ADMINISTRATIVO NA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS.....	51
4.1. Considerações Iniciais.....	51
4.2. Relações com o Poder Judiciário.....	52
4.3. A Comissão de Valores Mobiliários como Órgão Especializado e Independente.....	54
4.4. O Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional como Órgão Paritário.....	56

CONCLUSÃO.....	59
BIBLIOGRAFIA.....	61
ANEXO I.....	64

INTRODUÇÃO

O tema desta monografia constitui uma resposta do direito para a evolução do mercado de capitais brasileiro, impulsionado pela inserção do país no mercado global de capitais.

O crescimento do mercado de capitais, a rápida evolução tecnológica e a globalização demandam um mercado bem estruturado e informado. A prática tem revelado a necessidade cada vez maior de uma regulação eficiente exercida pela Comissão de Valores Mobiliários, que ofereça tranquilidade e segurança aos participantes do mercado.

Salienta-se que a existência de uma regulação eficiente influi diretamente na formação da previsibilidade do curso dos negócios, nas expectativas do mercado, na avaliação do risco, e na escolha entre diferentes alternativas. Tal escolha, por sua vez, subjaz às decisões supostamente racionais dos agentes econômicos para transacionar, ou seja, para poupar, investir e consumir.

Cabe, ainda, ressaltar que a busca por uma regulação eficiente do mercado de capitais pode constituir fator importante para o desenvolvimento nacional, haja vista a correlação entre o desenvolvimento do mercado de capitais e o crescimento econômico.

Por oportuno, adianta-se que o presente trabalho voltou sua atenção para o modelo do duplo grau administrativo adotado pela Comissão de Valores Mobiliários na competência que lhe foi atribuída para julgar os processos administrativos sancionadores no âmbito desta Autarquia.

Isso porque, acredita-se que as discussões que envolvem o modelo do duplo grau administrativo, patrocinam a busca por uma agência eficiente, que por sua vez, promoverá o desenvolvimento do mercado de capitais, e conseqüentemente o crescimento econômico, conforme acima exposto. A idéia, portanto, é que o participante do mercado de capitais tenha a confiança de que as regras serão cumpridas e que há um regulador e fiscalizador eficiente e ágil monitorando as operações envolvidas.

O presente trabalho está dividido em quatro capítulos, a fim de se obter uma melhor didática para exposição do tema. O primeiro capítulo aborda a origem da Comissão de Valores Mobiliários e o seu contexto histórico, bem como a base legal e os fundamentos para o seu surgimento e desenvolvimento, e ainda, a influência da *Securities and Exchange Commission* para sua criação. Ademais a atual situação e estrutura da Comissão de Valores Mobiliários serão expostas neste capítulo.

O segundo capítulo, por sua vez, busca esclarecer o âmbito de atuação da Comissão, ou seja, estabelecer o conceito de mercado de capitais que será considerado no presente trabalho, e definir as principais funções que foram atribuídas à Comissão de Valores Mobiliários por lei, quais sejam de regulamentar, fiscalizar e sancionar os agentes do mercado de capitais.

O terceiro capítulo visa delinear os aspectos relacionados ao Poder Sancionador da Comissão de Valores Mobiliários e conseqüentemente, do Processo Administrativo Sancionador, sua base legal, os princípios que lhe são aplicáveis a fim de observar o devido processo legal, os procedimentos do rito sumário e ordinário, bem como o novo instituto do termo de compromisso e a possibilidade de interposição de recurso perante o Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional.

Por fim, o quarto capítulo é o ponto central deste trabalho, no qual se propôs uma reflexão sobre o atual modelo do duplo grau administrativo existente no Processo Administrativo Sancionador no âmbito da Comissão de Valores Mobiliários, mediante uma análise das relações existentes entre esta Autarquia e o Poder Judiciário, da atuação da Comissão como órgão especializado e independente, e da atuação do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional como órgão paritário.

A discussão que será proposta no último Capítulo envolve ainda os seguintes aspectos: a especificidade da matéria objeto de julgamento, o princípio constitucional da razoável duração do processo e da celeridade, e

ainda da inafastabilidade do Poder Judiciário, e a modesta presença da Comissão de Valores Mobiliários nos tribunais federais.

Frisa-se que o quarto capítulo não visa defender uma tese, seja ela contra ou favor do modelo do duplo grau administrativo, mas sim expor o atual sistema, sempre visando uma regulação eficiente de forma a promover o desenvolvimento do mercado de capitais, a sua tranquilidade e segurança, vale dizer a busca pelo “fazer cumprir” das regras do mercado.

Capítulo 1

NOÇÕES GERAIS

1.1 Breve contexto histórico – 1.2 A criação da Comissão de Valores Mobiliários – 1.3 A influência da *Securities and Exchange Commission* – 1.4 A Comissão de Valores Mobiliários Atualmente

1.1 Breve Contexto histórico

Antes de adentrar o estudo acerca da Comissão de Valores Mobiliários (CVM)¹ é fundamental identificar a evolução da atuação estatal na economia, bem como o contexto histórico em que surgiram as diversas entidades reguladoras da economia, entre elas a CVM, haja vista que esta exposição histórica contribui a compreender como determinada instituição jurídica é estruturada.

O papel do Estado na ordem econômica não foi o mesmo ao longo do tempo, variou de acordo com os mais diversos fatores políticos, sociais e econômicos. Com efeito, a divisão da linha do tempo referente à atuação estatal na ordem econômica que será abordada neste trabalho terá como parâmetro a distinção formulada por Luís Roberto Barroso², qual seja: pré-modernidade, modernidade e pós-modernidade.

A pré-modernidade é a fase do Estado Liberal, a qual compreende o período do final do século XIX e início do século XX, caracterizado por funções reduzidas³, ligadas à segurança, justiça e serviços essenciais.

¹ Neste trabalho o termo Comissão de Valores Mobiliários será substituído por CVM.

² Barroso, Luís Roberto. Agências reguladoras. Constituição, Transformações do Estado e legitimidade democrática. In Temas de Direito Constitucional – Tomo II. Rio de Janeiro: Renovar; 2003, p. 272 – 284.

³ Não obstante as funções reduzidas do Estado, Eros Roberto Grau afirma que “atuação no campo econômico, o Estado sempre desenvolveu. Apenas, no entanto, agora o faz sob e a partir de renovadas motivações e mediante a dinamização de instrumentos mais efetivos, o que confere substância a essas políticas”. (Grau, Eros Roberto. A ordem econômica na Constituição de 1988. 9ª Edição. Malheiros Editores; 2003, p. 16-17)

Destaca-se nesta fase a liberdade contratual, a propriedade privada e a livre iniciativa.

Tendo em vista os problemas sociais que surgiram, principalmente, no pós-guerra, o Estado se viu obrigado a intervir na economia, implementando o Estado Social. Este período é conhecido como Modernidade, ou período do Estado Social ou, ainda, *Welfare State*, e teve início na segunda década do século XX. O Estado assume diretamente alguns papéis econômicos como condutor do desenvolvimento. No Brasil, é possível citar a criação e o funcionamento de empresas estatais, tais como Companhia Siderúrgica Nacional, a Fábrica Nacional de Motores, Companhia Hidrelétrica do São Francisco, Petrobrás, Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico – BNDE (posteriormente BNDES), Eletrobrás, Nuclebrás, Siderbrás, e outras.

A pós-modernidade, por sua vez, corresponde ao último e mais recente período histórico da atuação estatal, no qual o Estado deixa de ser empresário e passa a ser agente regulador⁴ da atividade econômica. Ressalta-se que a redução da intervenção direta na ordem econômica não caracterizou um modelo que possa ser identificado como o de Estado Mínimo, haja vista que houve apenas o deslocamento da atuação estatal.

Note-se que o Estado mostrou-se incapaz de prover os investimentos necessários ao desenvolvimento, e em razão disso as empresas estatais perderam o papel de destaque para as entidades reguladoras, as quais supostamente seriam capazes de fazer face ao desafio de coordenar sociedades cada vez mais complexas e com setores econômicos cada vez mais especializados⁵. Acreditou-se que este modelo além de implicar menos

⁴ Na visão de Maria Sylvia Zanella Di Pietro ao atuar como agente regulador o Estado passa a “organizar determinado setor afeto à agência, bem como controlar as entidades que atuam nesse setor.” (Di Pietro, Maria Sylvia Zanella. *Direito Administrativo*. 17ª Edição. São Paulo; Editora Atlas S.A.; 2004, p. 403).

⁵ Na visão de Cristiane Derani dada a incapacidade do Estado, as empresas estatais perderam espaço para as agências reguladoras, as quais desenvolvem-se, “sobretudo na identificação de atividades econômicas de interesse coletivo, os serviços públicos. Atividades que são identificadas segundo as especificidades e necessidades de cada sociedade(...)” (Derani, Cristiane. *Privatização e Serviços Públicos. As Ações do Estado na Produção Econômica*. São Paulo: Editora Max Limonad; 2002, p. 83-84)

custo ao Estado, seria a melhor forma de alcançar a regulação eficiente dos mais diferentes setores econômicos.

No Brasil este movimento pôde ser verificado, principalmente, através da criação de inúmeras agências reguladoras⁶, como por exemplo: Agência Nacional de Telecomunicações - ANATEL, Agência Nacional de Energia Elétrica - ANEEL, Agência Nacional do Petróleo - ANP, Agência Nacional de Transportes Terrestres - ANTT, e outras. Note-se que com a separação mais nítida entre o setor público e o setor privado, o papel fiscalizador do Estado se destaca mais, dado que quando os serviços públicos eram prestados por ele diretamente, ou indiretamente por pessoas jurídicas por ele controladas, as funções transferidas para as agências reguladoras, não tinham tanta visibilidade e, em geral, não eram desempenhadas de maneira eficiente.

A ocorrência da redução do Estado é evidente, sobretudo em razão das privatizações de inúmeras empresas estatais, todavia, o que ocorreu foi apenas o deslocamento da “atuação estatal do campo empresarial para o domínio da disciplina jurídica, com a ampliação de seu papel na regulação e fiscalização dos serviços públicos e atividades econômicas”⁷.

⁶ Maria Sylvia Zanella Di Pietro define agência reguladora “como sendo qualquer órgão da Administração Direta ou entidade da Administração Indireta com função de regular a matéria específica que lhe está afeta.” (Di Pietro, Maria Sylvia Zanella. *Direito Administrativo*, p. 407). A propósito Cristiane Derani observa que “não se deve perder de vista o valor ideológico das agências reguladoras, que procuram substituir atividades de produção do Estado, desenvolvendo uma regulação setorizada em mercadorias específicas.” (Derani, Cristiane. *Privatizações e Serviços Públicos*, p. 90.). Ainda com relação ao conceito doutrinário de agência reguladora, Alexandre Santos de Aragão afirma que “as agências reguladoras são autarquias de regime especial tanto formal (as respectivas leis instituidoras as denomina como tal) como material (são asseguradas diversas prerrogativas que aumentam consideravelmente a sua autonomia em comparação com a das demais autarquias, em especial a vedação de exoneração ad nutum dos membros do seu colegiado dirigente, nomeadas por prazo determinado).” (Aragão, Alexandre Santos de. *Agências Reguladoras e a evolução do direito administrativo*. 2ª Edição. Rio de Janeiro: Editora Forense; 2006, p. 274). No que se refere à definição legal de agência reguladora, a Lei n.º 9472, de 16 de julho de 1997, que criou a ANATEL, foi o primeiro diploma legal que consolidou o conceito de agência reguladora, nos termos do artigo 8º, §3º: “A natureza de autarquia especial conferida à Agência é caracterizada por independência administrativa, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes e autonomia financeira.”

⁷ Barroso, Luís Roberto. *Agências reguladoras. Constituição, Transformações do Estado e legitimidade democrática*. In *Temas de Direito Constitucional – Tomo II*, p. 278.

É neste contexto de pós-modernidade e surgimento das diversas entidades reguladoras na economia⁸, que se insere o surgimento da CVM. Ressalta-se que a CVM recebeu um maior grau de autonomia posteriormente à sua criação, conforme será exposto no item 1.4 deste trabalho.

1.2 A criação da Comissão de Valores Mobiliários

A Lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965 foi o primeiro diploma legal brasileiro a distinguir as companhias abertas das demais, impondo àquelas, cujo valores mobiliários fossem admitidos à negociação em mercado organizado, requisito de registro das distribuições públicas que pretendessem realizar. É possível afirmar que este diploma, também conhecido como Lei do Mercado de Capitais, “praticamente inaugurou a regulação do mercado de capitais, estabelecendo medidas para o seu desenvolvimento”⁹.

Além disso, a Lei de Mercado de Capitais, pela primeira vez disciplina tal mercado destacadamente do mercado financeiro, todavia imputando-se aos mesmos órgãos¹⁰, tanto em um mercado como em outro, a elaboração das diretrizes (a cargo do Conselho Monetário Nacional - CMN¹¹) e a execução das políticas, a fiscalização das atividades e a imposição de sanções (funções atribuídas ao Banco Central do Brasil).

⁸ Conforme bem demonstrado por Alexandre Santos de Aragão o surgimento das entidades reguladoras em nada contraria os valores do Estado de Direito, tendo em vista que “as competências complexas das quais as agências reguladoras independentes são dotadas fortalecem o Estado de Direito, vez que, ao retirar do emaranhado das lutas políticas a regulação de importantes atividades sociais e econômicas, atenuando a concentração de poderes na Administração Pública central, alcançam, com melhor proveito, o escopo maior – não meramente formal – da separação de poderes, qual seja, o de garantir eficazmente a segurança jurídica, a proteção da coletividade e dos indivíduos empreendedores de tais atividades ou por elas atingidos.” (Aragão, Alexandre Santos de. *Agências Reguladoras e a evolução do direito administrativo*, p. 375-376)

⁹ Dubeux, Júlio Ramalho. *A Comissão de Valores Mobiliários e os principais instrumentos regulatórios do Mercado de Capitais Brasileiro*. Porto Alegre: Sergio Antonio Fabris Editor; 2006, p. 34.

¹⁰ Artigo 1º Os mercados financeiros e de capitais serão disciplinados pelo Conselho Monetário Nacional e fiscalizados pelo Banco Central da República do Brasil.

¹¹ Neste trabalho o termo Conselho Monetário Nacional será substituído por CMN.

Cumpra mencionar que tais órgãos haviam sido recentemente criados pela Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964.

Uma década após o advento da Lei de Mercado de Capitais, e considerado o contexto histórico da época, analisado no item 1.1 do presente trabalho, a Lei nº 6.385, de 07 de dezembro de 1976¹², conhecida como a Lei do Mercado de Valores Mobiliários¹³, cria a CVM¹⁴, como sendo uma entidade autárquica em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, responsável pela regulação do mercado de capitais¹⁵.

Cumpra mencionar que a Lei do Mercado de Valores Mobiliários transferiu à CVM a missão antes a cargo do Banco Central do Brasil: disciplina, fiscalização e punição dos agentes do mercado de valores mobiliários. Adicionalmente, este diploma legal estabelece as competências do Conselho Monetário Nacional relativas ao mercado de valores mobiliários, substituindo integralmente, quanto a esse mercado, a Lei nº 4.728/65.

Por fim, destaca-se que a atuação regulatória da CVM tem amparo no artigo 174 da Constituição¹⁶, sendo-lhe 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 desenvolvimento¹⁷. A propósito, a doutrina observa que:

“O artigo 174 da Constituição Brasileira de 1988 enumera os objetivos do Estado quando ele normatiza e regula a atividade econômica. O Estado regula atividade

¹² Artigo 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.

¹³ Note-se que neste mesmo ano foi publicada a Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976, conhecida como Lei das Sociedades por Ações.

¹⁴ A Comissão de Valores Mobiliários tem sede no Rio de Janeiro, e mantém duas Superintendências Regionais, uma em São Paulo e outra em Brasília.

¹⁵ O conceito de mercado de capitais será abordado no Capítulo 2.

¹⁶ Artigo 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.

¹⁷ A respeito observa Eros Roberto Grau que o artigo 174 da Constituição “respeita à globalidade da atuação estatal como agente normativo e regulador. A atuação normativa reclama fiscalização que assegure a efetividade e a eficácia do quanto normativamente definido – daí porque, em rigor, nem seria necessária a ênfase que o preceito adota ao expressamente referir a função de fiscalização.” (Grau, Eros Roberto. A ordem econômica na Constituição de 1988, p. 100)

econômica para exercer suas funções de fiscalização e incentivo da atividade econômica e também normatiza e regula para exercer sua função planejadora.”¹⁸

Quanto aos objetivos¹⁹ da regulação do mercado de capitais, observa-se que se referem, em especial, aos direitos constitucionais dos investidores, com vistas ao estímulo à poupança nacional e à higidez do mercado de valores mobiliários ou financeiros. Ademais, estão relacionados à segurança, estabilidade, equilíbrio e transparência das relações no mercado de capitais, e ao fluxo de informações entre os investidores, evitando com isso, benefícios e preferências de alguns em detrimento de outros. É possível afirmar ainda que, além de promover o estímulo à poupança, a regulação deste mercado viabiliza também a circulação de capitais.

1.3 A influência da *Securities and Exchange Comission*

É inequívoco que o modelo regulatório do mercado de capitais brasileiro inspirou-se no modelo norte-americano de regulação, principalmente no que se refere à CVM, tendo em vista que a sua criação se espelhou na entidade reguladora norte-americana denominada *Securities and Exchange Comission*.

¹⁸ Derani, Cristiane. Privatização e Serviços Públicos, p. 241.

¹⁹ A propósito o artigo 4º da Lei 6.385/76 enumera os seguintes objetivos: “O Conselho Monetário Nacional e a Comissão de Valores Mobiliários exercerão as atribuições previstas na lei para o fim de: I - estimular a formação de poupanças e a sua aplicação em valores mobiliários; II - promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações, e estimular as aplicações permanentes em ações do capital social de companhias abertas sob controle de capitais privados nacionais; III - assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados da bolsa e de balcão; IV - proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra: a) emissões irregulares de valores mobiliários; b) atos ilegais de administradores e acionistas controladores das companhias abertas, ou de administradores de carteira de valores mobiliários; c) o uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários; V - evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados no mercado; VI - assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido; VII - assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários; VIII - assegurar a observância no mercado, das condições de utilização de crédito fixadas pelo Conselho Monetário Nacional.”

No que se refere à *Securities and Exchange Commission* é oportuno salientar que a criação desta instituição foi uma resposta à quebra da Bolsa de Nova York em 1929, e ainda, ao fato de que até então não havia legislação federal sobre o mercado de capitais. Este mercado era regulado pelas entidades auto-reguladoras²⁰ (bolsas de valores) e pelas leis estaduais, todavia, tal estrutura se mostrava insuficiente para garantir segurança ao mercado.

Desta forma, destaca-se que a *Securities and Exchange Commission* foi criada para pôr fim a práticas indevidas em um mercado já desenvolvido, diferente da criação da CVM que foi criada, conforme visto anteriormente, para desenvolver um mercado pouco desenvolvido. A respeito, Alberto Venâncio Filho observa que a necessidade de regular o mercado de capitais no Brasil surgiu com “o desenvolvimento do setor industrial do País, com o aumento do porte das empresas e a necessidade de maiores recursos para investimentos, bem como para o capital de giro”²¹, ou seja, a criação da CVM acompanhou o gradual desenvolvimento do mercado, dado que não havia uma adequada estrutura legal.

Diante do contexto histórico relativo à quebra da Bolsa de Nova York e em observância à política do *New Deal*, o congresso norte-americano editou o *Securities Act of 1933*, o qual formulou a doutrina de prestação de informações (*Disclosure*²²) e proibiu com rigor as práticas fraudulentas nas ofertas públicas de venda de títulos, e o *Securities Exchange Act of 1934*, que por sua vez, ampliou a doutrina do *Disclosure* e criou a *Securities and Exchange Commission*.

²⁰ Conforme demonstrado por Nelson Eizirik antes da criação da *Securities and Exchange Commission* “as bolsas não estavam sujeitas a qualquer regulação governamental, exercendo autoridade absoluta sobre seus membros. (Eizirik, Nelson. O papel do Estado na regulação do mercado de capitais. IBMEC; 1977, p. 83) A propósito, entende-se por auto-regulação a regulação de modo voluntário, ou seja, os próprios membros do mercado organizam, de modo voluntário, sua própria regulação, são ao mesmo tempo, regulados e reguladores.

²¹ Venâncio Filho, Alberto. A intervenção do estado no domínio econômico: o direito público econômico no Brasil. Edição fac-similar da de 1968. Rio de Janeiro: Editora Renovar; 1998, p. 295.

²² A doutrina do *Disclosure* engloba o conceito da ampla transparência, de forma a evitar prejuízos aos investidores, e buscar sempre tratamento igualitário entre eles.

A *Securities and Exchange Commission* tem basicamente as seguintes características: “é uma comissão do governo federal, independente, bipartidária, “quase-judicial”, na medida em que julga, em instância administrativa única, os processos sancionadores que instaura, e “quase-legislativa”, posto que dotada de poderes expressos para regulamentar a legislação federal sobre “securities””²³. A partir das características elencadas é possível verificar que o modelo norte-americano deixou de ser baseado fundamentalmente na auto-regulação (regulação feita pelas próprias bolsas de valores, conforme exposto logo acima), e evoluiu no sentido de concentração de poderes regulatórios na *Securities and Exchange Commission*.

Adicionalmente, registra-se que a *Securities and Exchange Commission* é composta por cinco membros (um *Chairman* e quatro *Commissioners*), nomeados pelo Presidente da República, após aprovação pelo Senado, com mandato fixo de cinco anos, o que confirma a autonomia institucional desta instituição. Diferentemente da *Securities and Exchange Commission*, que desde a sua origem foi composta por membros com mandato fixo, a CVM apenas recentemente passou a gozar de tal independência, conforme será demonstrado no item seguinte.

Não obstante os diferentes contextos que deram origem à *Securities and Exchange Commission* e a CVM, e ainda, o diferente momento em que cada uma recebeu autonomia institucional, é possível afirmar que o modelo norte-americano foi importado pelo ordenamento jurídico brasileiro. Neste sentido:

“Nossa regulação também é coordenada por uma entidade federal, que tem poderes administrativos de natureza híbrida e que é dirigida por um Colegiado independente composto de cinco membros. Além disso, da mesma forma que nos Estados Unidos, o modelo de regulação desenhado a partir da CVM convive com a auto-regulação das bolsas de valores, que, embora de natureza privada, estão

²³ Eizirik, Nelson. O Colegiado da CVM e o CRSN como juízes administrativos: reflexões e revisão. In Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais. Coordenação Arnaldo Wald. Ano 9. N.º 34; Editora Revista dos Tribunais; 2006, p. 33.

sujeitas à sua supervisão, constituindo entidades auxiliares do modelo regulatório.”²⁴

1.4 A Comissão de Valores Mobiliários Atualmente

Desde a sua criação em 1976, a CVM passou por profundas modificações, notadamente em 1997 com a publicação da Lei n.º 9.457, de 05 de maio de 1997, e em 2001 com o advento em 31 de outubro da Lei n.º 10.303, do Decreto n.º 3.995, e da Medida Provisória n.º 08, posteriormente convertida na Lei n.º 10.411, de 26 de fevereiro de 2002.

A primeira reforma com a Lei n.º 9.457/1997 centrou-se na atividade sancionadora da CVM, seja por meio do aperfeiçoamento e agravamento das penalidades previstas no artigo 11 da Lei 6.385/76, seja pela possibilidade de celebração de Termos de Compromisso²⁵ (instituto que autoriza a CVM a por fim a processo de investigação e punição, mediante celebração de acordo, conforme será abordado no capítulo 3.4 do presente trabalho), e ainda pela possibilidade de interposição de recurso perante o Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (tema que será objeto de análise adiante).

A segunda reforma foi implementada em 2001 por meio da Lei n.º 10.303/2001, do Decreto n.º 3.995/2001, e da Medida Provisória n.º 08/2001, posteriormente convertida na Lei n.º 10.411/2002 e visou principalmente alterar o conceito de valores mobiliários, e a estrutura da própria CVM, a sua finalidade, competência e os processos administrativos.

Diante das matérias que foram objeto de alterações pela segunda reforma, pode-se inferir que tais modificações visavam²⁶, essencialmente,

²⁴ Dubeux, Júlio Ramalho. A Comissão de Valores Mobiliários e os principais instrumentos regulatórios do Mercado de Capitais Brasileiro, p. 42.

²⁵ Artigo 11 (...) parágrafo 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.

²⁶ Neste sentido: “Basicamente, tais alterações pretenderam ampliar os poderes da CVM e a eficácia de suas decisões e regulamentos, por meio da maior autonomia de seus dirigentes, da

ampliar a competência da CVM, bem como prover a mesma de uma estrutura adequada para atingir aos seus objetivos, e fornecer os caracteres que restavam para que a CVM passasse a ser considerada como uma agência reguladora independente.

Destaca-se a alteração promovida na estrutura da CVM pela Medida Provisória n.º 08/2001²⁷, posteriormente convertida na Lei n.º 10.411/2002. Com esta nova legislação, a CVM adquire o *status* de agência autônoma, com “autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, e autonomia financeira e orçamentária” (artigo 5º da Lei 6.385/1976, com a redação da citada lei).

Note-se ainda que a Lei n.º 10.411/2002 estabelece que os dirigentes da CVM passem a ser nomeados por prazo determinado, vedada a exoneração *ad nutum* e mediante prévia aprovação do Senado Federal²⁸, da mesma forma em que ocorre na *Securities and Exchange Commission*, conforme exposto no item 1.3 acima.

Diante do novo *status* que a CVM adquiriu após as citadas reformas, cumpre conceituar as agências reguladoras independentes brasileiras como sendo “autarquias de regime especial, dotadas de considerável autonomia frente à Administração centralizada, incumbidas do exercício de funções

ampliação do espectro das entidades reguladas e da criminalização de algumas condutas, para cuja apenação pelo judiciário certamente a CVM exercera papel de destaque. (Trindade, Marcelo. O papel da CVM e o mercado de capitais no Brasil. In Jairo, Fusões e Aquisições: aspectos jurídicos e econômicos. São Paulo: IOB; 2002, p. 306)

²⁷ Interessante citar trecho da exposição de motivos da Medida Provisória mencionada com que Senhor Ministro de Estado da Fazenda – Pedro Sampaio Malan encaminhou a proposta de Edição ao Presidente da República, que demonstra a importância das alterações introduzidas: “Todas as alterações ora proposta dizem respeito a inadiável necessidade de modernizar o órgão regulador do mercado de capitais, como medida de incentivo ao desenvolvimento da economia nacional.” Disponível em http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Exm/2001/exm-214-mpv-08.pdf. Acesso em 02/03/2008.

²⁸ Artigo 6º A Comissão de Valores Mobiliários será administrada por um Presidente e quatro Diretores, nomeados pelo Presidente da República, depois de aprovados pelo Senado Federal, dentre pessoas de ilibada reputação e reconhecida competência em matéria de mercado de capitais. Parágrafo 1º O mandato dos dirigentes da Comissão será de cinco anos, vedada a recondução, devendo ser renovado a cada ano um quinto dos membros do Colegiado. Parágrafo 2º Os dirigentes da Comissão somente perderão o mandato em virtude de renúncia, de condenação judicial transitada em julgado ou de processo administrativo disciplinar. (...) (com a redação da Lei 10.411/2002)

regulatórias e dirigidas por colegiado cujos membros são nomeados por prazo determinado pelo Presidente da República, após prévia aprovação pelo Senado Federal, vedada a exoneração *ad nutum*.²⁹”.

²⁹ Aragão, Alexandre Santos de. Agências Reguladoras e evolução do direito administrativo, p. 275.

Capítulo 2

O ÂMBITO DE ATUAÇÃO DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

2.1 O Conceito de Mercado de Capitais – 2.2 As funções da Comissão de Valores Mobiliários – 2.2.1 A Função de Regulamentação – 2.2.2 A Função de Fiscalização – 2.2.3 A Função Sancionadora

2.1 O Conceito de Mercado de Capitais

De início, cumpre ressaltar a importância das operações realizadas no mercado de capitais, dado que viabilizam canalizar recursos para as empresas, na medida em que favorecem a liquidez do sistema econômico, e ainda promovem a disseminação e redistribuição permanente da riqueza, da renda e dos benefícios e ônus do crescimento econômico.

Antes de adentrar no estudo das funções da CVM, e posteriormente da Função Sancionadora, e em especial, o duplo grau administrativo, importa verificar qual o conceito de mercado de capitais (ou mercado de valores mobiliários)³⁰, no sistema jurídico nacional, para que se possa precisar o âmbito de atuação da CVM. Contudo, destaca-se que por não ser objeto do presente trabalho, a análise do referido conceito ora abordado será superficial, e suficiente para compreender o âmbito de atuação da CVM.

Ou seja, o mercado regulado não pode prescindir da conceituação do que seja valor mobiliário, haja vista que este conceito destina a estabelecer a fronteira a partir da qual a regulamentação estatal começa a ser exigida. Desta forma, a competência da CVM (conforme será visto adiante) de regulamentar, fiscalizar e aplicar sanções administrativas está limitada ao

³⁰ A propósito Nelson Eizirik observa que o sistema financeiro é segmentado nos seguintes subsistemas: “a) mercado de crédito; b) mercado monetário; c) mercado cambial; e d) mercado de valores mobiliários (ou mercado de capitais)”. Eizirik, Nelson. Reforma das S.A. e do Mercado de Capitais. Rio de Janeiro: Editora Renovar; 1997, p. 135.

conceito de valores mobiliários, razão pela qual a noção de valores mobiliários em nosso sistema é basicamente instrumental³¹.

Neste sentido, valor mobiliário é um termo chave dentro da Lei 6.385/76. O legislador da referida Lei se viu diante de um dilema, uma vez que a definição legal devia ser ampla, de forma a acompanhar às constantes mutações e inovações do mercado, e ainda, devia ser precisa, de modo a evitar questionamentos e permitir o desenvolvimento do mercado. Com isso, a solução encontrada foi de um lado fixar uma lista exaustiva de valor mobiliário, garantindo assim a segurança necessária ao mercado, e de outro conferir ao Conselho Monetário Nacional a competência para alterar a lista, tornando o sistema flexível, e compatível com o dinâmico mercado³².

Com o desenvolvimento do mercado ao longo dos anos, e a criação de novos produtos de investimento fez-se necessária a adequação da redação original do artigo 2º da Lei 6.385/76, de maneira a refletir as inovações do mercado. Diante disso a Medida Provisória n.º 1.637, de 08 de janeiro de 1.998 procurou ampliar o conceito legal de valor mobiliário, visando abarcar todos os produtos disponíveis no mercado, senão vejamos:

“Artigo 1º Constituem valores mobiliários, sujeitos ao regime da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, quando ofertados publicamente, os títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.”

Observa-se ao mencionar a expressão “todo título ou contrato de investimento coletivo”, o dispositivo conferiu um conceito amplo e flexível de valor mobiliário. Não obstante a conversão desta Medida Provisória em Lei (10.198, de 14 de fevereiro de 2001), a posterior promulgação da Lei

³¹ Carvalho, Modesto; Eizirik, Nelson. A Nova Lei das S/A. São Paulo; Editora Saraiva, 2002, p. 471.

³² A propósito analisamos a lista exaustiva introduzida pela redação original do artigo 2º da Lei 6.385/76: “Artigo 2º São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei: I - as ações, partes beneficiárias e debêntures, os cupões desses títulos e os bônus de subscrição; II - os certificados de depósito de valores mobiliários; III - outros títulos criados ou emitidos pelas sociedades anônimas, a critério do Conselho Monetário Nacional. Parágrafo 1º Excluem-se do regime desta Lei: I - os títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal; II - os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira, exceto as debêntures.”

10.303, de 31 de outubro de 2001 inseriu o conceito de valor mobiliário constante do artigo 1º da Medida Provisória 1.637/98, ao artigo 2º da Lei 6.385/76, que passou a vigorar com a seguinte redação:

“Artigo 2º São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei:

I - as ações, debêntures e bônus de subscrição;

II - os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos no inciso II;

III - os certificados de depósito de valores mobiliários;

IV - as cédulas de debêntures

V - as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos;

VI - as notas comerciais;

VII - os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários;

VIII - outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; e

IX - *quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.*” (grifamos)

Nota-se que a legislação atual enfrentou o dilema encontrado pelo legislador original da seguinte maneira: de um lado, ofereceu uma lista bastante detalhada dos valores mobiliários que são os incisos I a VIII, e de outro lado estabeleceu uma hipótese genérica – inciso IX – e que se destina a abarcar os casos não cobertos pelos incisos anteriores.

No intuito de melhor definir os requisitos para caracterização dos valores mobiliários, o Diretor da CVM, Marcos Barbosa Pinto, em um dos seus votos proferidos³³ os definiu da seguinte forma: existência de um investimento; formalização do investimento, a qual pode ocorrer através de um título ou de um contrato; existência de vários investidores, ou seja, o investimento deve ser coletivo; o investimento deve ser feito com a expectativa do lucro, o qual deve ter origem nos esforços do empreendedor

³³ Processo CVM n.º RJ2007/11.593, Registro Colegiado n.º 5730/07. Neste processo a Comissão de Valores Mobiliários divulgou o entendimento de seu colegiado de que as cédulas de crédito bancário (notadamente conhecidas no mercado como CDBs) constituem valores mobiliários, desde que: sejam objeto de oferta pública; e a responsabilidade da instituição financeira por seu adimplemento tendo sido expressamente excluída do título. Tal decisão fundamenta-se no argumento de que as cédulas de crédito bancário constituem contratos de investimento coletivo. Disponível em <http://www.cvm.gov.br/Port/DesCol/respdecis.asp?File=5730-0.HTM>. Acesso em 18/03/2008.

ou de terceiros que não o investidor; e ainda, os títulos ou contratos devem ser objetos de oferta pública.

Em síntese e para efeito de mercado de capitais, valor mobiliário “é o investimento oferecido ao público, sobre o qual o investidor não tem controle direto, cuja aplicação é feita em dinheiro, bens ou serviço, na expectativa de lucro, não sendo necessária a emissão do título para a materialização da relação obrigacional”³⁴. Ressalta-se que o investimento pode ser feito de três maneiras: a nível associativo, quando caracteriza-se pela participação societária ou empreendimento comum; a título de empréstimos; ou como aplicação especulativa pura.

Não obstante, a atuação da CVM estar circunscrita e limitada aos emissores dos valores mobiliários compreendidos no artigo 2º da Lei 6.385/76, bem como seus administradores e controladores, à CVM também compete disciplinar as entidades integrantes do sistema de distribuição, auditores independentes, consultores e analistas de valores mobiliários. Ademais, também é atribuição da CVM a organização e o funcionamento das operações das Bolsas de Valores e das de Mercadorias e Futuros.

2.2 As Funções da Comissão de Valores Mobiliários

Verificado o conceito de mercado de capitais, e com o escopo de melhor delimitar o âmbito de atuação da CVM, necessário se faz estudar as suas funções, quais sejam, a de estabelecer normas, de fiscalizar e de aplicar sanções. É de se alertar que, no dia-a-dia da regulação da CVM, as funções de regulamentação, fiscalização e sancionadora são indissociáveis.

A classificação ora proposta permite uma maior clareza quanto à atuação da CVM, dado que não há que se falar em regulação eficiente, sem que a entidade tenha o condão de estabelecer regras para o mercado que regula; da mesma forma, sem que a entidade reguladora tenha o poder de

³⁴ Mattos Filho, Ary Oswaldo. O conceito de valor mobiliário. *In* Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais. N.º 59. Julho/Setembro de 1985, p. 49.

fiscalizar o cumprimento das normas, e ainda, sem que a entidade tenha o poder de julgar e aplicar sanções aos agentes infratores.

2.2.1 A Função de Regulamentação

Preliminarmente, convém mencionar novamente que a atuação regulatória da CVM tem amparo no artigo 174 da Constituição, sendo-lhe conferidas, por conseguinte, as atribuições de normatizar o mercado de capitais, fiscalizar o cumprimento das suas normas e infligir sanções aos infratores do mercado. A base legal e geral da CVM para regulamentar, em especial, encontra-se no inciso I do artigo 8º da Lei 6.386/76, que prevê a competência da CVM para regulamentar, com observância da política definida pelo Conselho Monetário Nacional, as matérias expressamente previstas nas Leis 6.385/76 e 6.404/76, esta última conhecida como lei societária.

Pode-se dizer que o legislador outorgou a CVM liberdade para determinar a real dimensão e o real conteúdo dos preceitos legais que lhes dizem respeito, dada a impossibilidade dos acontecimentos do mercado de capitais serem prontamente atendidos apenas por meio de procedimentos legislativos ordinários e tradicionais, haja vista o dinamismo, a especificidade e a complexidade técnica deste mercado. Neste sentido:

“As leis atributivas de poder normativo às entidades reguladoras independentes possuem baixa densidade normativa, a fim de – ao estabelecer finalidades e parâmetros genéricos – propiciar, em maior ou em menor escala, o desenvolvimento de normas setoriais aptas a, com autonomia e agilidade, regular a complexa e dinâmica realidade social subjacente.”³⁵

A propósito, vale citar os ensinamentos de Caio Tácito, segundo o qual “regulamentar não é somente reproduzir analiticamente a lei, mas ampliá-la e completá-la, segundo o seu espírito e o seu conteúdo, sobretudo

³⁵ Aragão, Alexandre Santos de. Agências Reguladoras e a evolução do direito administrativo, p. 406.

nos aspectos que a própria lei, expressa ou implicitamente, outorga a esfera regulamentar.”³⁶

De acordo com as palavras dos professores Alexandre Santos Aragão e Caio Tácito transcritas acima, a Lei 6.385/76 que instituiu a CVM estabelece apenas finalidades, parâmetros gerais e fixa os valores a serem perseguidos pela CVM, que por sua vez, no exercício do seu poder de regulamentar deverá preencher os espaços deixados pelo Conselho Monetário Nacional e pelas Leis 6.385/76 e 6.404/76, ou seja, a CVM tem competência regulamentar restrita e específica ao expedir seus atos normativos³⁷. Vale dizer que “qualquer regulamentação que não esteja expressamente prevista incorrerá, por conseguinte, em vício de competência, sendo assim juridicamente inexistente”³⁸.

Portanto a função reguladora da CVM pode compatibilizar-se com a ordem constitucional, quando exercida ponderadamente e com fiel observância dos princípios, valores e parâmetros fixados legalmente apresenta-se legal. Neste sentido, observa-se o seguinte julgado do Superior Tribunal de Justiça:

“Mandado de Segurança. Empresa de Auditoria. Registro. Exigência da Comissão de Valores Mobiliários. Legalidade. As condições para o registro, impostas pela Comissão, decorrem do exercício regular do Poder de Polícia, não se podendo falar em cerceamento da liberdade profissional.”³⁹

³⁶ Tácito, Caio. Comissão de Valores Mobiliários. Poder Regulamentar. *In* Temas de Direito Público (Estudos e Pareceres). 2º volume. Rio de Janeiro: Renovar; 1997, p. 1079.

³⁷ Segundo a Deliberação da CVM n.º 01, de 23 de fevereiro de 1978, é a seguinte a nomenclatura dos atos normativos expedidos pela CVM: (i) Instrução, compreende os atos através dos quais a CVM regulamenta as matérias expressamente prevista nas Leis 6.385/76 e 6.404/76; (ii) Deliberação, consubstancia todos os atos de competência do Colegiado da CVM, nos termos do Regimento Interno; (iii) Parecer, responde a consulta específica que vier a ser formulada por agentes do mercado e investidores ou por componentes integrantes da própria CVM, a respeito da matéria por ela regulada; (iv) Parecer de Orientação, corporifica o entendimento da CVM sobre matéria que lhe caiba regular, fornecendo, assim, aos atores do mercado, orientação sobre o assunto; (v) Nota Explicativa, torna públicos os motivos que levaram a CVM a baixar norma ou a apresentar proposição ao Conselho Monetário Nacional, além de fornecer explicações sobre a utilização da norma; (vi) Portaria, compreende os atos que envolvam aspectos da administração interna da CVM; e (vii) Ato Declaratório, e o documento através do qual a CVM credencia ou autoriza o exercício de atividades no mercado de valores mobiliários.

³⁸ Borba, Jose Ewaldo Tavares. Direito Societário. 9ª Edição. Rio de Janeiro: Renovar; 2004, p. 156.

³⁹ STJ, REsp 29714-3/RJ, Segunda Turma, Rel. Min. Hélio Mosimann, julg. em 20.10.1993.

O julgado acima transcrito trata-se de Recurso Especial interposto por uma empresa de auditoria contra acórdão da Segunda Turma do Tribunal Regional Federal da 2ª Região, sob a alegação de que a decisão recorrida, confirmando a sentença, considerou legítima a exigência formulada pela CVM, de que as empresas de auditoria para obterem registro, sejam compostas tão somente por contadores, legalmente habilitados, de acordo com o item V, alínea “b” da Instrução da CVM n.º 04/1978. Em seu voto, o eminente Ministro Relator citou opinião exarada pelo insigne Ministro José Cândido, proferida no julgamento da AMS 88.114-RJ, no extinto Tribunal Federal de Recursos. Confira-se uma passagem:

“À Comissão de Valores Mobiliários atribui a Lei n.º 6385, de 07 de dezembro de 1976, a disciplina e fiscalização das atividades relacionadas com o mercado mobiliário, entre as quais, segundo o item V do art. 1º, “a auditoria das companhias abertas”. Por aí se vê, por conseguinte, que não invadiu a aludida autarquia, ao editar a Instrução n.º 04/78, área reservada ao Conselho Federal de Contabilidade, que diz respeito ao exercício profissional propriamente dito, em caráter genérico, dos Contadores. Quis a lei particularizar uma parcela das atividades desses profissionais, exatamente a auditoria e assim mesmo com relação a determinadas empresas, que se acham sob fiscalização e disciplina da referida Comissão. (...) E o que exige a autarquia diz respeito ao resguardo dos interesses do público investidor, sem afetar a liberdade profissional e de associação pois que, apenas restringe o registro, no exercício do seu poder de polícia, a entidades que se enquadrem no figurino que traçou, ou seja, (...) no que toca à constituição da empresa, que deverá ser composta de pessoas legalmente habilitadas para o exercício da atividade profissional de Contador (...).”

Ademais, não se pode olvidar que a regulação exercida pela CVM (artigo 8º, parágrafo 3º, da Lei 6.385/76⁴⁰), conta com a relevante característica da consensualidade⁴¹ que legitima ainda mais a atuação da

⁴⁰ “Artigo 8º Compete a Comissão de Valores Mobiliários:

(...)

Parágrafo 3º Em conformidade com o que dispuser o seu Regimento, a Comissão de Valores Mobiliários poderá:

I – publicar projeto de ato normativo para receber sugestões de interessados;

II – convocar, a seu juízo, qualquer pessoa que possa contribuir com informações ou opiniões para o aperfeiçoamento das normas a serem promulgadas.”

⁴¹ Para Alexandre Santos de Aragão através da consensualidade “a Administração não deixa de atuar unilateralmente, mas procura, antes de emitir o seu ato unilateral, obter o assentimento do maior número possível de sujeitos envolvidos.” (Aragão, Alexandre Santos de. Agências Reguladoras e a evolução do direito administrativo, p. 111) É exatamente este papel que a CVM

entidade, haja vista que confere junto aos agentes do mercado implicados alguma margem de negociação. Ou seja, as normas da CVM não são baixadas sem que o mercado tenha a oportunidade de sobre elas se manifestar e, até, participar da sua elaboração. Vale dizer que o debate e a participação no processo normativo conferem a elaboração de documentos condizentes com a realidade do mercado, como também comprometem o regulado com a regulação, na medida em que ele se torna, mais que o cumpridor da norma, um dos seus atores.

2.2.2 A Função de Fiscalização

Conforme visto no item 2.2.1 a CVM é dotada de poder normativo, ou seja, de poder para estabelecer deveres jurídicos relacionados ao objeto da sua regulação. Não obstante este poder, à CVM também foi conferido o poder-dever de executar ou fiscalizar o cumprimento das normas do mercado de capitais. A respeito Eros Roberto Grau observa que “a atuação normativa reclama fiscalização que assegure a efetividade e eficácia do quanto normativamente definido”⁴². Assim como atribuição normativa da CVM, a sua função fiscalizatória também tem amparo constitucional no artigo 174 da Carta Magna.

Desta forma, para alcançar a efetividade das normas produzidas pela CVM que visam regulamentar o mercado de capitais, à CVM foi atribuído poder de polícia administrativa, o qual se caracteriza pela “faculdade de que dispõe a Administração Pública para condicionar e restringir o uso e gozo de bens, atividades e direitos individuais, em benefício da coletividade ou do próprio Estado”⁴³, e consiste no prévio registro, nas autorizações concedidas, nos acompanhamento de operações e atividades. Tais medidas de fiscalização, como o próprio nome diz, objetivam evitar o dano e a fraude no mercado de capitais, e conseqüentemente são adotadas em prol do

exerce ao submeter à audiência pública minutas de atos que a Autarquia pretende emitir, nos termos do parágrafo 3º do artigo 8º da Lei 6385/1976.

⁴² Grau, Eros Roberto. *A Ordem Econômica na Constituição de 1988*, p. 100.

⁴³ Meirelles, Hely Lopes. *Direito Administrativo Brasileiro*. 27ª Edição. São Paulo: Editora Malheiros; 2002, p. 127.

interesse coletivo, ou seja, o interesse dos investidores e dos operadores do mercado.

Cumprе ressaltar que o poder de polícia exercido pela CVM foi matéria objeto de questionamento perante o Superior Tribunal Federal. O caso relatado pelo eminente Ministro Carlos Velloso⁴⁴ tratava da Taxa de Fiscalização do Mercado de Valores Mobiliários, instituída pela Lei 7.940, de 20 de dezembro de 1.989, naquela ocasião discutia-se, especificamente a base de cálculo fixada a partir do patrimônio da empresa, todavia, antes de adentrar nesta matéria, o ilustre Ministro Relator examinou o fato gerador da Taxa de Fiscalização:

“A Taxa de Fiscalização dos mercados de títulos e valores mobiliários, instituída pela Lei 7.940, de 20.12.89, tem como fato gerador “o exercício do poder de polícia legalmente atribuído à Comissão de Valores Mobiliários – CVM”. É o que dispõe o art. 2º da citada Lei 7.940/89. (...) Ressalto, finalmente, que a Taxa de Fiscalização de que se cuida destina-se ao custeio da atividade desenvolvida pela Comissão de Valores Mobiliários, em proveito direto daqueles que participam do mercado de valores mobiliários. Sua cobrança, portanto, realiza o princípio da justiça tributária. Pagam aqueles que se beneficiam diretamente da atividade estatal respectiva. Seria injusto que a sociedade tivesse de remunerar, pela via dos impostos, a atividade da CVM, que pertine diretamente a um segmento da sociedade, perfeitamente identificado, composto pelas pessoas que participam do mercado de valores mobiliários. (...)”.

Como exemplos da atuação da CVM no âmbito do seu poder de fiscalização previsto na Lei 6.385/76, têm-se: o prévio registro de emissões de companhias e demais emissores (artigo 19) e de auditores independentes (artigo 26), a prévia autorização do exercício de certas atividades no mercado de valores mobiliários, como as de administrador de carteira (artigo 23), de distribuição, intermediação e corretagem de valores mobiliários (artigo 16, incisos I, II e III), compensação e liquidação de operações com valores mobiliários (artigo 16, inciso IV), de prestação de serviço de custódia (artigo 24), de mercado de balcão organizado (artigo 21, parágrafo 5º). Ademais há que se falar que a função de fiscalização da

⁴⁴ STF, RE n.º 177.835-1/PE, recorrente.: Agrovap Agropecuária Vale do Prata S/A e Outros; recorrida.: Comissão de Valores Mobiliários – CVM, Rel. Min. Carlos Velloso, julgado em 22.04.1999, unânime, D.J. 25.05.2001.

CVM também é exercida por meio de acompanhamento de operações e atividades (artigo 8º, inciso III), visando verificar sua adequação aos parâmetros legais e regulamentares, interrompendo-se, se for o caso, a sua prática (artigo 9º, parágrafo 1º, e 20).

Note-se que o poder de fiscalização se revela tanto pelo monitoramento das atividades reguladas pela CVM, em grande parte através do prévio registro exigido, quanto na aferição das condutas dos agentes do mercado de modo a “coibir abusos, fraudes, práticas não eqüitativas, bem como promover um fluxo permanente e correto de informações aos investidores”⁴⁵.

2.2.3 A Função Sancionadora

Apesar do exercício dos poderes de regulamentação e de fiscalização, nem sempre é possível coibir práticas ilegais e não eqüitativas, abusos e fraudes, sendo, portanto, imprescindível a função sancionadora atribuída a CVM, de forma a evitar ilicitudes através da aplicação de penalidades. Por esta razão, o legislador incumbiu a CVM de sancionar os agentes de mercado que descumprissem os preceitos legais e regulamentares que regem as suas atividades, podendo impor penas que vão da simples advertência à cassação de autorização ou registro, bem como a proibição temporária para a atuação no mercado, conforme estabelece o artigo 11 da Lei 6.385/76⁴⁶.

⁴⁵ Borba, José Edwaldo Tavares. Direito Societário, p. 155-156.

⁴⁶ “Artigo 11 A Comissão de Valores poderá impor aos infratores das normas desta Lei, da Lei de Sociedades por Ações, das suas resoluções, bem como de outras normas legais cujo cumprimento lhe imcuba fiscalizar, as seguintes penalidades: I – advertência; II – multa; III – suspensão do exercício do cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de registro na Comissão de Valores Mobiliários; IV – inabilitação temporária, até o máximo de 20 (vinte) anos, para o exercício dos cargos referidos no inciso anterior; V – suspensão da autorização ou registro para o exercício das atividades de que trata esta Lei; VI – cassação de autorização ou registro, para o exercício das atividades de que trata esta Lei; VII – proibição temporária, até o máximo de 20 (vinte) anos, de praticar determinadas atividades ou operações, para os integrantes do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários; VIII – proibição temporária, até o máximo de 10 (dez) anos, de atuar, direta ou indiretamente, em uma ou mais modalidades de operações no mercado de valores mobiliário.”

A Função Sancionadora da CVM é exercida através do processo administrativo sancionador que tramita no âmbito da Autarquia, o qual será objeto de uma análise mais profunda no Capítulo 3. Tendo em vista o grau das penalidades que podem ser aplicadas aos infratores, conforme exemplificado acima, e ainda que, a CVM exerce, “nos termos da legislação que lhe é aplicável, fiscalização permanente sobre as instituições e pessoas submetidas ao seu poder disciplinar”⁴⁷, o processo administrativo sancionador deve ser pautado no princípio do devido processo legal, de forma a assegurar ao acusado o exercício do direito de ampla defesa.

Não obstante a observância do postulado do *due process of law*, a CVM deve pautar-se ainda, no princípio da legalidade, uma vez que a cominação de penalidades somente pode ocorrer se houver expressa previsão legal. Além disso, ressalta-se que a função sancionadora da CVM somente poderá ser exercida com relação às matérias por ela reguladas, por exemplo, a Autarquia não detém competência para instaurar inquérito administrativo para apurar atos praticados por administradores de companhias fechadas.

Por fim, note-se o importante caráter retributivo das penalidades impostas pela CVM contra os infratores do mercado e ainda o “importantíssimo efeito educativo em relação aos demais agentes do mercado, na medida em que são chamados a atuar legalmente, sob pena de reprimenda da entidade reguladora”⁴⁸, ou seja, busca-se um acentuado objetivo pedagógico no âmbito do mercado de capitais.

⁴⁷ Eizirik, Nelson. Reforma das S.A. & do Mercado de Capitais, p. 148.

⁴⁸ Dubeux, Júlio Ramalho. A Comissão de Valores Mobiliários e os principais instrumentos regulatórios do Mercado de Capitais Brasileiro, p. 89.

Capítulo 3

O PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

3.1 Conceito – 3.2 Princípios Aplicáveis – 3.2.1. Princípio da Legalidade – 3.2.2. Princípio da Irretroatividade das Normas Punitivas – 3.2.3. Princípio da Tipicidade da Conduta – 3.2.4. Princípio da Culpabilidade do Acusado – 3.2.5. Princípio da Proporcionalidade das Penas – 3.2.6. Princípio da Presunção de Inocência do Acusado – 3.2.7. Princípio da Prescrição das Sanções Administrativas – 3.2.8. Princípio da Impossibilidade de Dupla Apenação – 3.2.9. Princípio da Legalidade do Procedimento – 3.2.10. Princípio do Cabimento de Recursos na Esfera Administrativa – 3.3 Procedimentos – 3.4 Termo de Compromisso – 3.5 Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional

3.1 Conceito

Conforme introduzido no capítulo anterior, o processo administrativo sancionador no âmbito da CVM é o reflexo do poder sancionador exercido por esta Autarquia, de forma a evitar ilicitudes praticadas pelos participantes do mercado através da aplicação de penalidades, ou seja, “constitui a modalidade de processo administrativo mediante a qual a Administração Pública, no exercício do seu poder de polícia, e obedecendo sempre o postulado do devido processo legal, aplica as penalidades administrativas às pessoas que praticam atos qualificados em lei ou regulamento como ilícitos administrativos.”⁴⁹.

No âmbito do processo administrativo sancionador a CVM está legalmente autorizada a aplicar penalidades administrativas aos participantes do mercado que infringirem a Lei 6.385/76, a Lei 6.404/76 e os atos normativos baixados pela própria CVM, sem prejuízo de outras

⁴⁹ Eizirik, Nelson; Gaal, Ariadna B.; Parente, Flávia; Henriques, Marcus de Freitas. Mercado de Capitais – Regime Jurídico. Rio de Janeiro: Editora Renovar; 2008, p. 271.

normas cujo cumprimento eventualmente lhe incumba fiscalizar, conforme assevera o artigo 11 da Lei 6.385/76, já transcrito neste trabalho.

No que se refere à legislação, o processo administrativo sancionador deve observar as normas contidas na Lei 9.784, de 29 de janeiro de 1999, a qual fixou os princípios básicos norteadores do processo administrativo no âmbito da Administração Pública Federal, quais sejam: legalidade, finalidade, motivação, razoabilidade, proporcionalidade, moralidade, ampla defesa, contraditório, segurança jurídica, interesse público e eficiência⁵⁰. No entanto, a Lei 9.784/99 é de aplicação subsidiária ao processo administrativo sancionador da CVM, haja vista que o mesmo tem disciplina especial⁵¹ nas Resoluções do CMN 454/1977 e 1.657/1989, e ainda na Deliberação CVM 538/2008⁵² e na Instrução CVM 251/1996.

Não obstante a estrita observância legal é absolutamente imprescindível que se assegure aos acusados em processo administrativo sancionadores todas as garantias caracterizadoras do devido processo legal e que lhe permitam o exercício de defesa, de forma a evitar não só o arbítrio como também as decisões desmotivadas, contra ou a favor dos acusados, haja vista a severidade das penalidades aplicáveis, e ainda, a relação de dependência dos particulares aos atos praticados pela CVM, conforme demonstrado no capítulo anterior. Além disso, por se tratar da possibilidade de aplicação de penalidades, deve assegurar aos acusados nos processos administrativos no âmbito da CVM, as mesmas garantias conferidas pelo Direito Penal.

⁵⁰ Artigo 2º A Administração Pública obedecerá, dentre outros, aos princípios da legalidade, finalidade, motivação, razoabilidade, proporcionalidade, moralidade, ampla defesa, contraditório, segurança jurídica, interesse público e eficiência.

⁵¹ Artigo 69 Os processos administrativos específicos continuarão a reger-se por lei própria, aplicando-lhes apenas subsidiariamente os preceitos desta Lei.

⁵² Ressalta-se que a Deliberação 538, de 05 de março de 2008, revogou a Deliberação CVM 457, de 23 de dezembro de 2002 e suas alterações posteriores. A edição de nova norma para regulamentar o processo administrativo da CVM tem amparo na necessidade da Autarquia de rever e consolidar as normas editadas pela CVM para disciplinar os seus processos administrativos sancionadores, haja vista que a Deliberação CVM 537, de 04 de março de 2008, responsável por alterar a estrutura organizacional da CVM, criou a Superintendência de Processos Sancionadores, conhecida por SPS, unidade que se especializará na condução de inquéritos administrativos instaurados pela CVM, o que implica a extinção da Comissão de Inquérito.

Neste sentido, ressalta-se ainda que no processo administrativo sancionador, a Administração é ao mesmo tempo “autora” e “juíza”, trata-se, portanto, de uma relação jurídica bilateral, isto é, a CVM participa, ao mesmo tempo, como parte interessada e como julgador. Vale dizer, diferente do que ocorre nos processos judiciais, onde são três os sujeitos principais da relação jurídico-processual, a saber: Estado, demandante e demandado. Ou seja, o Estado na figura do juiz “não participa do jogo de interesses contrapostos, mas comanda toda a atividade processual, distinguindo-se das partes por ser necessariamente desinteressado e, portanto imparcial.⁵³”.

3.2 Princípios Aplicáveis

Diante do exposto no item anterior, faz-se necessária a análise dos princípios que norteiam o processo administrativo da CVM, a fim de verificar as garantias que devem ser asseguradas aos participantes do mercado acusados em processos administrativo sancionadores.

A Constituição Brasileira de 1988, no seu artigo 5º, o qual dispõe sobre os direitos e garantias fundamentais, traz balizas constitucionais para o eventual sancionamento do particular pelo descumprimento de preceitos legais ou regulamentares. Dentre elas, destacam-se os incisos LIV e LV, segundo os quais, respectivamente, “ninguém será privado da liberdade ou de seus bens sem o devido processo legal” e “aos litigantes, em processo judicial ou administrativo, e aos acusados em geral são assegurados o contraditório e ampla defesa, com os meios e recursos a ela inerentes”.

Através dos dispositivos acima mencionados, note-se que o processo administrativo sancionador da CVM deve “observar o devido processo legal, que garanta ao particular o direito de contraditar, processual e

⁵³ Cintra, Antônio Carlos de Araújo; Grinover, Ada Pellegrini; Dinamarco, Cândido Rangel. Teoria Geral do Processo. 21ª Edição. Malheiros Editores; 2005, p. 295.

materialmente, toda e qualquer atuação estatal punitiva tendente a despojá-lo de sua liberdade ou de seus bens.⁵⁴”.

Neste sentido, os próximos itens do presente trabalho dedicam especial atenção aos seguintes princípios que norteiam o processo administrativo sancionador: da legalidade, da irretroatividade das normas punitivas, da tipicidade da conduta, da culpabilidade do acusado, da proporcionalidade das penas, da presunção de inocência do acusado, da prescrição das sanções administrativas, da impossibilidade de dupla apenação, da legalidade do procedimento e do cabimento de recursos na esfera administrativa. No entanto, a análise dos referidos princípios será restrita, a fim de demonstrar apenas a existência do devido processo legal no processo administrativo sancionador na CVM, haja vista que uma análise mais extensa demandaria um trabalho inteiro apenas sobre os princípios acima citados.

3.2.1 Princípio da Legalidade

Conforme exposto anteriormente, nos termos do artigo 11 da Lei 6.385/76, a CVM somente tem competência para sancionar a conduta dos participantes do mercado de capitais, aos infratores da Lei 6.385/76, da Lei 6.404/76 e dos atos normativos baixados pela própria CVM. Assim sendo, é possível afirmar que tais normas constituem condições e limites ao exercício do poder sancionador da CVM.

Neste sentido, a aplicação do poder da legalidade refere-se à necessária reserva legal, nos termos do artigo 5º, inciso XXXIX da Carta Magna, segundo o qual “não há crime sem lei anterior que o defina, nem pena sem prévia cominação legal.”. Ou seja, é necessário que uma norma legal determine previamente que uma conduta pode ser qualificada como

⁵⁴ Dubeux, Júlio Ramalho. A Comissão de Valores Mobiliários e os principais instrumentos regulatórios do Mercado de Capitais Brasileiro, p. 90.

delituosa, e ainda, é vedada a imposição de penas não predeterminadas legalmente.

Note-se que no campo do processo administrativo sancionador, o princípio da legalidade deve ser compreendido de maneira flexível, dado que conforme o já citado artigo 11 da Lei 6.385/76, a conduta ilícita pode estar contida não só em lei, mas também em norma elaborada pela própria CVM, e ainda que a dinâmica do mercado de capitais traduz uma legalidade das infrações e das sanções composta, na maioria das vezes, por conceitos ou termos jurídicos altamente indeterminados, cláusulas gerais, princípios e descrições de valores que outorgam amplos espaços à autoridade julgadora, qual seja a própria CVM⁵⁵.

Desta forma a CVM somente pode aplicar penalidades se a conduta estiver prevista como ilícita em norma legal ou regulatória⁵⁶.

3.2.2 Princípio da Irretroatividade das Normas Punitivas

Segundo o artigo 1º do Código Penal não há crime sem lei anterior que o defina e não há pena sem prévia cominação legal, isto é, nenhuma ação pode ser configurada crime, e seu autor penalizado, senão em virtude de uma norma anteriormente posta em vigor. O referido princípio, caracterizado como sendo a regra geral da irretroatividade, é plenamente aplicável no processo administrativo sancionador no âmbito da CVM, haja vista a impossibilidade de um agente do mercado de capitais ser acusado por conduta não tipificada como ilícita na Lei 6.385/76, na Lei 6.404/76 ou

⁵⁵ Neste sentido Fábio Medina Osório distingue a legalidade do Direito Administrativo Sancionador e no Direito Penal: “Os tipos do Direito Administrativo Sancionador são, em regra, mais elásticos que os tipos penais, dada a utilização da dinâmica própria do terreno administrativo e a permanente inspiração dos interesses públicos e gerais a orientar feitura e aplicação das normas. As leis administrativas mudam com grande rapidez, tendem a proteger bens jurídicos mais expostos à velocidade dos acontecimentos e transformações sociais, econômicas, culturais, de modo que o Direito Administrativo Sancionador acompanha essa realidade e é, por natureza, mas dinâmico que o Direito Penal, cuja estabilidade normativa já resulta da própria estrita competência da União Federal.” Osório, Fábio Medina. *Direito Administrativo Sancionador*. 2ª Edição revista, atualizada e ampliada. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais; 2005, p. 260.

⁵⁶ Eizirik, Nelson; Gaal, Ariadna B.; Parente, Flávia; Henriques, Marcus de Freitas. *Mercado de Capitais – Regime Jurídico*, p. 280.

nos atos normativos baixados pela própria CVM quando do momento em que a ação é por ele praticada.

Ou seja, somente pode ser punido o acusado por conduta já tipificada como ilícita ao tempo do seu cometimento. Desta forma, a norma que tipifica determinada conduta como sendo ilícita e a sanciona com penalidade administrativa, não pode ser aplicada a fatos anteriores à sua vigência. Neste sentido, não pode uma norma alcançar fatos ocorridos em período anterior ao início de sua vigência nem ser aplicada àqueles ocorridos após a sua revogação.

Ademais, o artigo 5º, inciso XL da Constituição Federal ao afirmar que “a lei penal não retroagirá, salvo para beneficiar o réu”, estabelece que a aplicação da norma em caráter retroativo somente pode ocorrer em benefício do acusado. Note-se que, a regra geral da irretroatividade somente se aplica à lei mais severa que a anterior, pois a lei nova mais benigna vai alcançar o fato praticado antes do início da sua vigência, ocorrendo, assim, a retroatividade da lei mais benigna.

Desta forma, os processos sancionadores da CVM não podem resultar na aplicação de penalidades se o ato não era tido como ilícito quando foi praticado. Outrossim, se nova norma legal ou regulamentar deixar de considerar ilícito ato que, ao tempo de sua prática, era tido como tal, não pode haver aplicação de sanções, dado o princípio da retroatividade benéfica.

Por fim, observa-se que o princípio da irretroatividade está expresso no artigo 2º, inciso XIII, da Lei 9.784/1999, segundo o qual, nos processos administrativos, as norma aplicáveis deverão ser interpretadas “da forma que melhor garanta o atendimento do fim público a que se dirige, vedada a interpretação retroativa de nova interpretação”. O referido dispositivo corrobora a aplicação do princípio da irretroatividade no processo administrativo sancionador, uma vez que, conforme demonstrado anteriormente, a Lei 9.784/99 é de aplicação subsidiária ao processo administrativo sancionador da CVM.

3.2.3 Princípio da Tipicidade da Conduta

Assim como no processo penal, no processo administrativo sancionador é necessário não apenas a observância do princípio da legalidade, consubstanciado no princípio da reserva legal, conforme analisado anteriormente no presente trabalho, mas também da definição da conduta que a norma legal ou regulamentar considera ilícita. Ou seja, da mesma forma que ocorre no direito penal, no contexto do direito administrativo sancionador é necessário não apenas a aplicação do princípio da legalidade, mas também do princípio da tipicidade, de forma que para que alguém seja punido é indispensável que tenha o prévio conhecimento da proibição da prática de determinada conduta.

Neste sentido, Fábio Medina Osório vislumbra três funções dos tipos sancionadores, quais sejam: a busca de segurança jurídica, haja vista que o modelo de comportamento proibido, caracterizado pelo tipo penal, assegura uma previsibilidade mínima acerca das possibilidades de exercício da pretensão punitiva estatal; a função pedagógica, na medida em que o comportamento reprimido é anunciado formalmente, proporcionando uma análise da vontade individual sob uma perspectiva de responsabilidade subjetiva; e o papel preventivo, tendo em vista a ameaça legítima àqueles que poderiam querer violar o comando normativo⁵⁷.

Mister destacar que a flexibilidade do princípio da legalidade no processo administrativo sancionador também deve ser compreendida no princípio da tipicidade, na medida em que a disciplina do mercado de capitais apresenta inúmeros conceitos amplos, e adaptáveis às circunstâncias, ou seja, apenas são estabelecidos os padrões legais de conduta, também denominados de normas incriminadoras *em branco* ou ainda, *standards* jurídicos. No entanto, uma das finalidades dos tipos sancionadores devem ser perseguidas: a previsibilidade básica das condutas

⁵⁷ Osório, Fábio Medina. Direito Administrativo Sancionador, p. 267 e 269.

proibidas, caso contrário “é provável que o intérprete esteja perante uma figura ofensiva à legalidade e à tipicidade, princípios constitucionais iminentes ao devido processo legal punitivo”⁵⁸.”

3.2.4 Princípio da Culpabilidade do Acusado

Para que alguém possa ser administrativamente sancionado ou punido é necessário que o agente se revele “culpável”, ou seja, o agente deve ter consciência da ilicitude do ato que está praticando, ou ainda, pressupõe-se a caracterização perfeita e fundamentada do elemento intencional, isto é, a culpa ou o dolo do acusado em processo administrativo.

O nosso ordenamento jurídico consagra a tese da responsabilidade individual e concreta de cada acusado, vale dizer que a CVM deve analisar exaustivamente e provar a participação de cada um dos acusados no ato praticado por eles tido como ilegal, a fim de caracterizar a culpa própria, concreta e individual de cada um deles. Isto significa que a aplicação de penalidades por parte da CVM somente é possível nos casos em que se verificar a presença na conduta reprovada de culpa ou dolo, e a participação de cada um dos acusados no cometimento da falta em comento⁵⁹.

3.2.5 Princípio da Proporcionalidade das Penas

⁵⁸ Osório, Fábio Medina. Direito Administrativo Sancionador, p. 268 e 269.

⁵⁹ A propósito, Fábio Medina Osório entende que “a culpabilidade decorre da idéia de presunção de inocência, em boa medida, mas fundamentalmente a culpabilidade está conectada com a possibilidade de uma razoável defesa das posições jurídicas do imputado, diante de acusações submetidas a uma série de limites constitucionais de legalidade, tipicidade, segurança jurídica, proporcionalidade, entre outras. (...) Trata-se, nesse passo, de consagrar garantias individuais contra o arbítrio, garantias que se corporificam em direitos fundamentais da pessoa humana, os quais somente resultam protegidos se houver a segurança de que as pessoas não sejam atingidas por um poder sancionador arbitrário, que despreze a subjetividade da conduta e valoração em torno à exigibilidade de comportamento diverso, o que inclui o exame de clássicas excludentes penais, todas ligadas ao ideário de liberdade e dignidade humana.” Osório, Fábio Medina. Direito Administrativo Sancionador, p. 430.

O artigo 2º, inciso VI, da Lei 9.784/1999 assevera que nos processos administrativos serão observados os critérios de adequação entre meios e fins, vedada a imposição de obrigações, restrições e sanções em medida superior àquelas estritamente necessárias ao atendimento do interesse público. Observa-se neste dispositivo a aplicação do princípio da proporcionalidade das penas, segundo o qual a atuação repressiva das autoridades administrativas somente poderá ser considerada legítima quando resultar estritamente necessária, idônea e proporcional aos objetivos perseguidos em sua atuação.

Ou seja, no exercício do seu poder sancionador, o Estado deve dosar a penalidade aplicável ao agente do mercado de capitais, segundo critérios de necessidade e capacidade de reprovar e prevenir a conduta ilícita. Desta forma, as sanções aplicadas pelo Estado devem ser: “a) adequadas à defesa social e à política econômica do Estado; b) dosadas criteriosamente, de acordo com a gravidade da infração; c) ajustadas à personalidade dos infratores, pessoas físicas ou jurídicas; d) aplicadas com certeza e firmeza, de molde a não desmoralizar o sistema repressivo”⁶⁰.

3.2.6 Princípio da Presunção de Inocência do Acusado

A presunção de inocência é uma garantia plenamente vigente no processo sancionador. Estabelece a Constituição Federal, no artigo 5º, inciso LVII, que “ninguém será considerado culpado até o trânsito em julgado de sentença penal condenatória”. A hipotecidade da sanção tem a dúvida como base do processo, a qual somente se desfaz com a decisão final da autoridade competente, ou seja, até que se chegue a tal decisão final, persiste a presunção de inocência do acusado.

O princípio ora em comento diz respeito, principalmente, a dimensões processuais do poder punitivo estatal no que tange o ônus da prova, o qual é inequivocamente de quem está a acusar, ou seja, cabe a

⁶⁰ Eizirik, Nelson. Reforma das S.A. e do Mercado de Capitais, p. 179.

CVM demonstrar os fatos caracterizadores do ilícito, assim como a responsabilidade do suposto infrator. Desta forma, a ausência de provas deve acarretar o arquivamento do processo ou a decisão absolutória do acusado.

3.2.7 Princípio da Prescrição das Sanções Administrativa

As sanções administrativas, assim como as demais sanções jurídicas, estão, evidentemente, sujeitas à prescrição, uma vez que a possibilidade indefinida de punir acaba por prolongar indefinidamente situações litigiosas e por atingir a estabilidade da ordem jurídica⁶¹, e ainda, acaba por se apresentar como outra forma de punição. Ou seja, ninguém pode ficar à mercê de ações judiciais ou administrativas por tempo e prazos indefinidos ou, o que é pior, perpétuos.

Não obstante a aplicação do princípio da prescrição no processo administrativo sancionador da CVM, até o final da década de 90 inexistiam disposições legais específicas disciplinando a extinção da punibilidade de pessoas e entidades submetidas ao poder sancionador da CVM. Em 1997, com a edição da Lei 9.457, o instituto da prescrição foi finalmente consagrado no âmbito do mercado de capitais, mediante a inclusão, ao artigo 33 da Lei 6.385/1976, de disposições destinadas à sua regulamentação⁶².

⁶¹ Neste mesmo sentido, Fábio Medina Osório entende que “toda e qualquer pretensão punitiva deve estar submetida a limites temporais para seu exercício, sob pena de violação à segurança jurídica inerente ao Estado de Direito”. Osório, Fábio Medina. Direito Administrativo Sancionador, p. 540.

⁶² “Artigo 3º Fica incluído na Lei número 6.385, de 7 de dezembro de 1976, o seguinte artigo 33, renumerando-se os demais:

“Artigo 33. Prescrevem em oito anos as infrações das normas legais cujo cumprimento incumba à Comissão de Valores Mobiliários fiscalizar, ocorridas no mercado de valores mobiliários, no âmbito de sua competência, contado esse prazo da prática do ilícito ou, no caso de infração permanente ou continuada, do dia em que tiver cessado.

§ 1º Aplica-se a prescrição a todo inquérito paralisado por mais de quatro anos, pendente de despacho ou julgamento, devendo ser arquivado de ofício ou a requerimento da parte interessada, sem prejuízo de serem apuradas as responsabilidades pela paralisação, se for o caso.

§ 2º A prescrição interrompe-se:

I - pela notificação do indiciado;

II - por qualquer ato inequívoco que importe apuração da irregularidade;

No entanto, o prazo prescricional de 8 anos, estabelecido pela Lei 9.457/1997 demonstrou-se extremamente longo e, acabou por acarretar em males semelhantes aos ocorridos no caso de seu próprio não estabelecimento ou da consideração de imprescritibilidade, que é a letargia da Administração Pública e o dano à imagem daquele que está sujeito à infração por um lapso de tempo demasiadamente longo.

Posteriormente, a norma editada pela Lei 9.457/1997 foi revogada a partir da Medida Provisória 1.708, de 30 de junho de 1998, em seguida convertida na Lei 9.873, de 23 de novembro de 1999, que passou a prever o prazo prescricional de cinco anos para a ação punitiva, e de três anos para o caso de prescrição intercorrente, ou seja, aquela fundamentada na inércia ou lentidão do Estado no desenvolvimento de suas atividades fiscalizadoras, resultando na paralisação do procedimento pelo prazo de três anos.

Contudo, ressalta-se que o objeto do presente trabalho não abrange as discussões que envolvem a aplicação dos prazos prescricionais no processo administrativo sancionador no âmbito do mercado de capitais, e tão somente demonstrar que a existência da prescrição, como princípio fundamental em matéria de direito administrativo sancionador, decorre principalmente da necessidade de segurança jurídica e do princípio do devido processo legal.

3.2.8 Princípio da Impossibilidade da Dupla Apenação

O princípio da impossibilidade da dupla apenação (*non bis in idem*), segundo o qual ninguém pode ser acusado e punido duas vezes pela mesma infração é inequivocamente aplicável na esfera do direito administrativo

III - pela decisão condenatória recorrível, de qualquer órgão julgador da Comissão de Valores Mobiliários;

IV - pela assinatura do termo de compromisso, como previsto no § 5º do artigo 11 desta Lei.

§ 3º Não correrá a prescrição quando o indiciado ou acusado encontrar-se em lugar incerto ou não sabido.

§ 4º Na hipótese do parágrafo anterior, o processo correrá contra os demais acusados, desmembrando-se o mesmo em relação ao acusado revel."

sancionador. Ou seja, a CVM não pode punir duas vezes uma pessoa pela prática do mesmo ato, e ainda, a mesma pessoa não pode ser duplamente punida no âmbito de órgãos administrativos distintos, sob pena de afronta ao princípio do *non bis in idem*. Assim, descabe a concomitante apenação, pela prática do mesmo ato, por parte da CVM e do Banco Central.

Como é sabido, a instauração de processo administrativo por parte de cada um dos órgãos reguladores do mercado pressupõe, necessária e obrigatoriamente, infração à norma legal ou regulamentar cuja fiscalização lhe tenha sido legalmente conferida. Considerando que compete ao Banco Central fiscalizar os mercado de crédito, monetário e cambial, e à CVM a fiscalização do mercado de valores mobiliários, o critério distintivo entre a competência de ambos os órgãos decorre da diferenciação das operações envolvidas. Desta forma, é inaceitável que o Banco Central e a CVM instaurem processo administrativo, concomitantemente, voltados à apreciação dos mesmos acusados, em idênticas práticas.

Por outro lado, tendo em vista a independência das instâncias – civil, criminal e administrativa, nada impede, a princípio, que alguém seja punido penalmente e administrativamente pela prática do mesmo ato. Todavia, observa-se que esta independência não é absoluta, haja vista que se determinado fato constitui ao mesmo tempo ilícito administrativo e penal, e a decisão final do juízo criminal seja no sentido de declarar, por exemplo, a inexistência do fato, tal decisão vincula a decisão que será proferida na instância administrativa. No entanto, nos termos da Súmula 18 do Superior Tribunal Federal, a punição administrativa é possível pela falta residual, ou seja, não compreendida na absolvição pelo juízo criminal.

3.2.9 Princípio da Legalidade do Procedimento

O princípio da legalidade do procedimento pressupõe que a atividade sancionadora da Administração seja desenvolvida com base em processo previamente disciplinado, seja em norma legal, seja em norma

regulamentar. Desta forma, não pode a CVM instaurar processo sancionador se não tiver ele previamente disciplinado, em todas as suas etapas, sob pena de nulidade, dada a infração ao princípio da legalidade do procedimento.

Não obstante a observância da legalidade do procedimento é indispensável que exista uma separação funcional entre as fases de instrução e de decisão, e que cada uma delas seja instruída por órgãos diferentes. Neste sentido, conforme o Parecer de Orientação CVM número 6, de 28 de abril de 1980, são reconhecidas duas fases no processo administrativo sancionador: a primeira, de investigação, denominada inquérito, e a segunda, de contraditório, que se inicia pela intimação daquelas pessoas físicas ou jurídicas cuja responsabilidade pelos atos ilegais efetivamente apurados se vier a verificar, para apresentação de defesa.

No que se refere aos tipos de procedimentos admitidos, será abordado neste trabalho, a possibilidade de aplicação do procedimento sumário e do procedimento ordinário, de acordo com a gravidade da infração cometida.

3.2.10 Princípio do Cabimento de Recursos na Esfera Administrativa

Das decisões proferidas pela CVM, no julgamento de processos administrativos sancionadores, cabe recurso ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (CRSFN)⁶³, todavia, pode o acusado, previamente à interposição de recurso ao CRSFN, requerer ao Colegiado da CVM que reconsidere a decisão punitiva.

Constitui princípio geral de direito que toda a decisão possa ser revista, dentro da esfera em que foi proferida. A Administração Pública pode sempre rever seus próprios atos de natureza punitiva. Nos termos da Súmula 473 do Superior Tribunal Federal é admissível, por motivo de

⁶³ Neste trabalho o termo Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional será substituído por CRSFN, ou ainda, por “Conselhinho”.

conveniência ou oportunidade, respeitados os direitos adquiridos e ressalvada sempre a possibilidade de apreciação judicial, a revisão de seus atos pela própria Administração Pública.

3.3 Procedimentos

No âmbito da CVM são disciplinadas duas modalidades de procedimento administrativo sancionador: a primeira denominada procedimento de rito ordinário, regida pela Resolução do CMN 454/1977, e pela Deliberação da CVM 538/2008, a segunda denominada procedimento de rito sumário, que por sua vez, é regulada pela Resolução do CMN 1.657/1989, com as alterações introduzidas pela Resolução do CMN 2.785/2000, e pela Instrução CVM 251/1996, com as modificações introduzidas pela Instrução CVM 335/2000.

Note-se que a distinção entre o procedimento de rito ordinário e o procedimento de rito sumário está na gravidade da infração cometida. Neste sentido, nos termos do artigo 1º do Regulamento Anexo à Resolução 1.657/1989 caberá a utilização do procedimento de rito sumário nas hipóteses disciplinadas pela CVM “tratando-se de infração de natureza objetiva a que se comine penalidade de multa pecuniária até o máximo de cem mil reais”⁶⁴.

Ressalta-se que a menção às infrações de natureza objetiva contida no dispositivo acima citado não tem a finalidade de consagrar a tese da responsabilidade objetiva na esfera do procedimento sancionador, isto porque conforme analisado anteriormente no presente trabalho, o nosso ordenamento jurídico repele a responsabilidade objetiva na esfera do poder sancionador estatal.

Segundo o artigo 2º do Regulamento Anexo à Resolução 1.657/1989, o processo administrativo de rito sumário não dependerá do

⁶⁴ A propósito, observa-se que o artigo 1º da Instrução CVM 251/1996 elencou exhaustivamente as hipóteses em que cabe a utilização do rito sumário.

prévio inquérito disciplinado pela Resolução do CMN 454/1977, considerando-se instaurado com a intimação, por escrito, dos acusados. Da decisão proferida no âmbito do rito sumário, se punitiva, caberá, no prazo de dez dias, recurso com efeito suspensivo ao Colegiado da CVM. Caso o Colegiado da CVM mantenha a decisão punitiva, poderá o acusado recorrer ao CRSFN, no prazo de quinze dias⁶⁵.

Com relação à decisão proferida pelo Colegiado da CVM em processo administrativo sob o rito ordinário cabe recurso⁶⁶, no prazo de trinta dias a contar da ciência da decisão, ao CRSFN, em petição encaminhada à CVM. Nos casos em que a irregularidade for relacionada à Lei 9.613/1998 e à Lei 10.214/2001, que tratam respectivamente dos crimes de lavagem de dinheiro e da atuação das câmaras e dos prestadores de serviços de compensação e de liquidação, no âmbito do sistema de pagamentos brasileiros, o recurso será dirigido ao Ministério da Fazenda, no prazo de quinze dias⁶⁷.

Tendo em vista, a maior complexidade do rito ordinário, o mesmo será objeto de uma análise mais detalhada no Anexo I ao presente trabalho.

3.4 Termo de Compromisso

O Termo de Compromisso foi introduzido no sistema de regulação do mercado de capitais brasileiro, mediante a introdução, pela Lei 9.457/1997, dos parágrafos 5º a 8º ao artigo 11, da Lei 6.385/1976⁶⁸.

⁶⁵ Artigos 6º e 7º do Regulamento Anexo à Resolução 1.657/1989 do CMN.

⁶⁶ Artigo 37 da Deliberação CVM 538/2008.

⁶⁷ Ressalta-se que apenas os recursos dirigidos ao CRSFN serão objetos de análise no presente trabalho quando das discussões do próximo capítulo.

⁶⁸ “Artigo 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. § 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

Assim, no curso do procedimento administrativo investigativo ou sancionador instaurado pela CVM para reprimir eventuais infrações às normas legais e regulamentares cujo cumprimento cabe-lhe fiscalizar, o investigado ou acusado pode propor à CVM a celebração do Termo de Compromisso, visando a suspender o curso do procedimento.

O Termo de Compromisso destina-se a facultar a celebração de acordo entre o investigado ou acusado da prática de algum ilícito e a CVM, entidade responsável pela apuração da conduta e eventual condenação, consistindo em uma forma rápida e eficiente de alcançar a sua realização. Trata-se, portanto, de uma flexibilização do exercício do poder sancionador da CVM, mediante adoção de um mecanismo consensual ou alternativo, considerado uma transação, na medida em que a “CVM *abre mão*, provisoriamente, de seu *jus puniendi* e o particular deixa de praticar o ato sob investigação, comprometendo-se a indenizar eventuais danos causados pela sua conduta”⁶⁹.

3.5 Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional

O Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, também conhecido como “Conselhinho”, foi criado mediante o Decreto n°. 91.152, de 15 de março de 1985, como órgão de deliberação coletiva, com a finalidade de julgar, em segunda e última instância, na esfera administrativa, os recursos interpostos das decisões relativas à aplicação de penalidades pelo Banco Central e pela CVM.

Ou seja, trata-se de um órgão administrativo de segunda instância ao qual compete solucionar determinados conflitos do mercado financeiro e do de capitais, em consonância com a legislação em vigor, e cuja sede situa-se nas dependências do Banco Central, em Brasília. Ressalta-se que o CRSFN

Mobiliários dará continuidade ao procedimento administrativo anteriormente suspenso, para a aplicação das penalidades cabíveis.”

⁶⁹ Eizirik, Nelson; Gaal, Ariadna B.; Parente, Flávia; Henriques, Marcus de Freitas. Mercado de Capitais – Regime Jurídico, p. 333 e 334.

tem competência exclusivamente recursal, e da decisão proferida por ele não cabe, em sede administrativa, novo recurso.

Desta forma, dispõe o artigo 36 do Regimento Interno do CRSFN (aprovado pelo Decreto n°. 1.935, de 20 de junho de 1996) que “a decisão prolatada pelo Conselho é dada em última instância”. No entanto, esta impossibilidade de interposição de recurso somente se dá no âmbito da Administração Pública, pois a discussão judicial, não pode ser afastada, tendo em vista o princípio constitucional da inafastabilidade do controle jurisdicional, o qual se encontra expressamente previsto no artigo 5º, inciso XXXV, da Constituição Federal. Assim, a decisão do “Conselhinho” configura a chamada “coisa julgada administrativa”, o que não afasta a possibilidade de reapreciação judicial.

A criação do CRSFN justificou-se pelo fato de não ter o CMN competência exclusiva para atuar como segunda instância na esfera administrativa. O julgamento, em grau recursal, das penalidades aplicadas no âmbito do mercado financeiro e do mercado de capitais pelas autarquias responsáveis, caracterizava uma das funções do CMN desde sua constituição em 1964. Tal fato acarretou uma situação em que os recursos não eram de fatos analisados, dado o excessivo volume de processos submetidos à apreciação do CMN, a ausência de conhecimentos técnicos especializados por parte de seus membros, somados ainda a diferença com relação a sua função precípua de estabelecer as diretrizes gerais do Sistema Financeiro Nacional⁷⁰.

⁷⁰ A propósito verifica-se trecho da exposição de motivos do Decreto n°. 91.152/1985: “(...) a experiência haurida pelo Conselho Monetário Nacional, ao longo desses últimos anos, está a indicar a conveniência de se rever essa atribuição. De fato, a finalidade precípua do Conselho Monetário Nacional é a de formular a política de moeda e crédito, objetivando o progresso econômico e social do País. Nessas condições, refoge a tal finalidade o encargo específico e casuístico de julgar os recursos interpostos das decisões do Banco Central do Brasil, da Comissão de Valores Mobiliários, do Banco Nacional da Habitação, da Carteira de Comércio Exterior do Banco do Brasil e, no caso de *‘trading companies’*, da secretaria da Receita Federal, relativas à aplicação de penalidades administrativas. O julgamento desses recursos, vale acentuar, envolve metucioso exame de autos processuais, com a apreciação de matéria fática e probatória, que exigem acentuada especialização. Por isso mesmo, a apreciação e o julgamento desses recursos, inclusive pelo elevado volume de processos, têm sobrecarregado, enormemente, a pauta das reuniões do Conselho Monetário Nacional, em prejuízo do exercício de atribuições, mais relevantes, relacionadas para a formulação da política da moeda e crédito.”

Com relação à competência recursal do “Conselhinho” a mesma foi expressamente conferida no que se refere às penalidades aplicadas pelas instâncias administrativas inferiores (Banco Central e CVM). Assim, como se verifica, do artigo 2º do Decreto nº. 1.935/1996⁷¹, a competência do CRSFN é a de julgar os recursos voluntários contra:

“a) as decisões do Banco Central do Brasil ou da Comissão de Valores Mobiliários que determinem a aplicação de penalidades; b) a suspensão ou a cassação de funcionamento das sociedades de crédito imobiliário; c) o cancelamento do Registro Especial na Carteira de Comércio Exterior do Banco do Brasil (CACEX) e na Secretaria da Receita Federal; d) fraudes na exportação; e) decisões do Banco Central do Brasil relativas a penalidades por infrações à legislação cambial, de capitais estrangeiros e crédito rural e industrial ou por infração à legislação de consórcios; f) decisões do Banco Central do Brasil referentes à adoção de medidas cautelares que: (i) determinam o afastamento dos indiciados da administração dos negócios da instituição financeira, enquanto perdurar a apuração de suas responsabilidades; (ii) impeçam que os indiciados assumam quaisquer cargos de direção ou administração de instituições financeiras ou atuem como mandatários ou prepostos de diretores ou administradores dessas; (iii) imponham restrições às atividades da instituição financeira; e (iv) determinem à instituição financeira a substituição da empresa de auditoria contábil ou do auditor contábil independente; e g) decisões do Banco Central do Brasil referentes à desclassificação e à descaracterização de operações de crédito rural e industrial, além de impedimentos referentes ao Programa de Garantia de Atividade Agropecuária – PROAGRO.”⁷²

Não obstante a competência do CRSFN para julgar os recursos voluntários contra as decisões acima mencionadas, compete-lhe também a apreciação dos recursos de ofício, decorrentes do reexame obrigatório em razão da decisão que conclui pela não aplicação de penalidade, conforme o

⁷¹ “Artigo 2º Ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional compete julgar, em segunda e última instância, os recursos: I - previstos: a) no inciso XXVI do art. 4º e no § 5º do art. 44 da Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964; b) no art. 3º do Decreto-Lei nº 448, de 3 de fevereiro de 1969; c) no § 4º do art. 11 da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976; d) no § 2º do art. 43 da Lei nº 4.380, de 21 de agosto de 1964; e) no § 2º do art. 2º do Decreto-Lei nº 1.248, de 29 de novembro de 1972; e f) no art. 74 da Lei nº 5.025, de 10 de junho de 1966; II - de decisões do Banco Central do Brasil a) relativas a penalidades por infrações à legislação cambial, de capitais estrangeiros e de crédito rural e industrial; b) proferidas com base no art. 33 da Lei nº 8.177, de 1º de março de 1991, relativas à aplicação de penalidades por infração à legislação de consórcios; c) proferidas com base no art. 9º da Lei nº 9.447, de 14 de março de 1997, referentes à adoção de medidas cautelares; e d) referentes à desclassificação e à descaracterização de operações de crédito rural e industrial, e a impedimentos referentes ao Programa de Garantia de Atividade Agropecuária - PROAGRO.”

⁷² Covas, Silvano; Cardinalli, Adriana Laporta. O Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional: Atribuições e Jurisprudência. São Paulo: Quartier Latin; 2008, p. 43.

artigo 3º do Decreto nº. 1.935/1996. No entanto, note-se que será objeto de análise neste presente trabalho apenas os recursos voluntários e de ofícios contra as decisões proferidas no âmbito da CVM.

Nos termos do artigo 4º do Decreto nº. 1.935/1996, o “Conselhinho” é composto por oito membros, “de reconhecida competência e possuidores de conhecimento especializados em assuntos relativos aos mercados financeiros, de capitais, de câmbio, de capitais estrangeiros e de crédito rural e industrial, e de consórcios”, observada a seguinte composição: um representante do Ministério da Fazenda; um representante do Banco Central; um representante da Secretaria de Comércio Exterior, do Ministério da Indústria, do Comércio e do Turismo; um representante da CVM; e mais quatro representantes das entidades de classe dos mercados financeiro, de câmbio, de capitais estrangeiros e de crédito rural e industrial, por elas indicadas por lista tríplice, por solicitação do Ministério da Fazenda⁷³.

Note-se que a composição colegiada e paritária do “Conselhinho” visa dotar as decisões proferidas pelo CRSFN de imparcialidade, consagrando o Estado de Direito e as instituições democráticas, haja vista que “assegura aos administrados a impossibilidade de sujeitarem-se ao arbítrio dos governantes”⁷⁴, na medida em que permite a participação dos administrados nos órgãos colegiados.

A análise dos aspectos do “Conselhinho” acima mencionados, entre eles o fundamento para a sua constituição, a sua competência e composição é fundamental para se adentrar nas discussões acerca do duplo grau administrativo na CVM, haja vista que a atuação do CRSFN representa a

⁷³ As entidades de classe que integram o CRSFN são as seguintes: FEBRABAN (Federação Brasileira de Bancos), ABRASCA (Associação Brasileira de Companhia Aberta), ANBID (Associação Nacional dos Bancos de Investimento), CNB (Comissão Nacional de Bolsas), ABEL (Associação Brasileira das Empresas de Leasing), AEB (Associação de Comércio Exterior do Brasil), ADEVAL (Associação das Empresas Distribuidoras de Valores), e ABECIP (Associação Brasileira das Entidades de Crédito Imobiliário e Poupança), sendo que os quatro representantes das quatro primeiras entidades têm assento no CRSFN como membros titulares, e os demais como suplentes.

⁷⁴ Covas, Silvânio; Cardinalli, Adriana Laporta. O Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional: Atribuições e Jurisprudência, p. 54.

possibilidade de reapreciação de uma decisão administrativa por parte de um órgão imparcial e neutro, permitindo desta forma, o exercício das garantias constitucionais do devido processo legal, do contraditório e da ampla defesa.

Outrossim, a possibilidade de reapreciação da decisão administrativa permite a constatação de eventuais equívocos de mérito ou formais, na medida em que a revisão do processo por um terceiro, ou melhor por um órgão colegiado e paritário, torna viável tal constatação, e ainda possibilita um resultado razoável e proporcional, tendo em vista a especialização de seus membros nas matérias julgadas. Com isso, é possível afirmar que o “Conselhinho” apresenta uma garantia aos administrados e uma forma de preservação da legalidade na atuação da Administração Pública⁷⁵.

⁷⁵ Covas, Silvânio; Cardinalli, Adriana Laporta. O Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional: Atribuições e Jurisprudência, p. 81 a 84.

Capítulo 4

REFLEXÕES SOBRE O DUPLO GRAU ADMINISTRATIVO NA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

4.1 Considerações Iniciais – 4.2 Relações com o Poder Judiciário – 4.3 A Comissão de Valores Mobiliários como Órgão Especializado e Independente – 4.4 O Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional como Órgão Paritário

4.1 Considerações Iniciais

Após discorrer sobre o processo administrativo sancionador na CVM, os princípios que lhe são aplicáveis, bem como os procedimentos que podem ser adotados de acordo com a gravidade da infração cometida, e ainda a criação, a competência recursal e a composição do CRSFN, buscou-se neste capítulo final analisar as discussões doutrinárias existentes a respeito do duplo grau administrativo na CVM.

Inicialmente, destaca-se que tais discussões envolvem questões que dizem respeito às relações da CVM com o Poder Judiciário, tendo em vista o princípio constitucional da inafastabilidade do controle jurisdicional e a presunção de legitimidade dos atos administrativos, que por tal razão devem ser revistos. Além disso, as reflexões feitas pela doutrina e que serão neste capítulo analisadas referem-se à atuação da CVM como órgão especializado e independente, e por fim a atuação do CRSFN como órgão paritário e imparcial.

Para tanto, considerando a severidade das penalidades aplicáveis e a relação de dependência dos particulares aos atos praticados pela CVM, conforme exposto anteriormente no presente trabalho, não se deve perder de vista a aplicação dos princípios do devido processo legal, do contraditório e da ampla defesa. Desta forma, é absolutamente imprescindível que se assegure aos acusados em processo administrativo sancionadores todas as

garantias caracterizadoras do devido processo legal e que lhe permitam o exercício de defesa, de forma a evitar não só o arbítrio como também as decisões desmotivadas, contra ou a favor dos acusados.

4.2 Relações com o Poder Judiciário

Segundo o princípio da inafastabilidade do controle jurisdicional previsto no artigo 5º, inciso XXXV, da Constituição Federal, “a lei não excluirá da apreciação do Poder Judiciário lesão ou ameaça a direito”, significa dizer que as agências reguladoras, especificamente a CVM objeto do presente trabalho, sofrem controle externo pelo Poder Judiciário. Por meio deste princípio, o legislador constitucional outorgou ao Poder Judiciário a prerrogativa de apreciação de todos e quaisquer atos administrativos de nível federal, estadual ou municipal, sejam eles de ordem normativa, de polícia e de sanção, seja a apreciação do ponto de vista da constitucionalidade ou da legalidade.

Outrossim, deve-se levar em conta ainda para melhor compreensão deste princípio, a presunção relativa de legitimidade dos atos administrativos, segundo a qual “presumem-se, até prova em contrário, que os atos administrativos foram emitidos com observância da lei”⁷⁶. Ou seja, com base nestas considerações, os atos emitidos pela CVM podem ser objetos de revisão judicial, o que poderia levar alguns a pensar que as decisões da CVM poderiam passar “a definitivas na esfera administrativa, limitando-se desta forma a atuação recursal do CRSFN, sempre cabendo, por óbvio, o recurso ao Poder Judiciário.”⁷⁷.

É sabido que a impugnação de decisões administrativas na esfera judicial é algo considerado como absolutamente usual no tocante a certos órgãos da administração. No entanto, por meio de uma breve consulta aos

⁷⁶ Di Pietro, Maria Sylvia Zanella. *Direito Administrativo*, p. 191.

⁷⁷ Eizirik, Nelson. O Colegiado da CVM e o CRSN como juízes administrativos: reflexões e revisão. *In Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, p. 36 e 37.

tribunais federais⁷⁸, é possível verificar a presença relativamente modesta da CVM nos tribunais. Os poucos casos encontrados referem-se, a grande maioria, à cobrança de taxa de fiscalização e não a questionamento de decisões proferidas em processos administrativos sancionadores da CVM.

Neste contexto, pode-se afirmar a existência de um círculo vicioso: “o Poder Judiciário não adquire experiência em conflitos societários porque eles não lhe são apresentados, e os investidores pouco vão a juízo reclamar a tal respeito porque temem o desfecho da questão, à falta de precedentes jurisprudenciais e da efetiva especialização.”⁷⁹. Alexandre Santos de Aragão vai além ao afirmar que o Poder Judiciário não tem grande ingerência nas decisões das agências, isso porque “em razão da ampla discricionariedade conferida pela lei e ao caráter técnico-especializado do seu exercício, prevalece, na dúvida e desde que seja razoável, a decisão do órgão ou entidade reguladora, até porque, pela natureza da matéria, ela acabaria deixando de ser decidida pela agência para, na prática, passar a ser decidida pelo perito técnico do Judiciário.”⁸⁰.

Diante do exposto verifica-se o pequeno, ou praticamente inexistente, grau de proximidade entre o Poder Judiciário e a CVM, o que acaba por corroborar a necessidade do duplo grau administrativo da CVM, ou seja, a competência recursal do CRSFN, na medida em que permite a revisão das decisões proferidas nos processos administrativos da CVM, haja vista a presunção relativa de legitimidade dos atos administrativos, oferecendo com isso maior segurança jurídica⁸¹.

⁷⁸ Ressalta-se que de acordo com o artigo 109, inciso I da Constituição Federal as causas em que a CVM for interessada compete aos juízes federais.

⁷⁹ Cezar Aragão, Paulo. A CVM em Juízo: Limites e Possibilidades. In Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, p. 41.

⁸⁰ Aragão, Alexandre Santos de. Agências Reguladoras e a evolução do direito administrativo, p. 350 e 351.

⁸¹ A propósito destaca-se que “o principal fundamento para a manutenção do princípio do duplo grau é de natureza política: nenhum ato estatal pode ficar imune aos necessários controles.” Cintra, Antônio Carlos de Araújo; Grinover, Ada Pellegrini; Dinamarco, Cândido Rangel. Teoria Geral do Processo, p. 76.

4.3 A Comissão de Valores Mobiliários como Órgão Especializado e Independente

A CVM caracteriza-se como sendo um órgão especializado e responsável pela regulação do mercado de capitais, e por esta razão “o exame da gravidade das penas pode ser realizado com maior conhecimento de causa pela CVM do que pelo CRSFN”⁸². Todavia, o CRSFN, conforme demonstrado no item 3.5 do presente trabalho tem em sua composição membros especializados em assuntos relativos aos mercados financeiros, de capitais, de câmbio, de capitais estrangeiros e de crédito rural e industrial, e de consórcios, haja vista que tem metade da sua composição preenchida por representantes das entidades de classe dos mercados financeiro, de câmbio, de capitais estrangeiros e de crédito rural e industrial.

Não obstante a especialização da CVM, a natureza jurídica da CVM, definida como agência reguladora independente também gera discussões acerca da revisão das decisões proferidas no âmbito da CVM, em seus processos administrativos. Neste sentido, Alexandre Santos Aragão afirma que:

“Ao nosso ver, contudo, este importante reforço da autonomia orgânica da CVM não foi suficiente para transformá-la em agência reguladora independente, uma vez que a sua autonomia funcional continua comprometida pelo fato de contra as suas decisões sancionatórias permanecer cabível recurso administrativo externo para o Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional(...)”⁸³

Conforme demonstrado no item 1.4 do presente trabalho, com a Lei 10.411/2002, a CVM adquiriu o *status* de agência autônoma com “autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, e autonomia

⁸² Eizirik, Nelson; Gaal, Ariadna B.; Parente, Flávia; Henriques, Marcus de Freitas. Mercado de Capitais – Regime Jurídico, p. 360.

⁸³ Aragão, Alexandre Santos de. Agências Reguladoras e a evolução do direito administrativo, p. 303 e 304.

financeira e orçamentária”⁸⁴. Com esta Lei os dirigentes da CVM passam a ser nomeados por prazo determinado, vedada a exoneração *ad nutum* e mediante prévia aprovação do Senado Federal⁸⁵.

Nelson Eizirik⁸⁶ aponta que o Projeto de lei n.º. 368/2005 de autoria do Senador Pedro Simon, apesar da sua Exposição de Motivos não mencionar expressamente, representa uma possível solução para a questão, dada a proposta de que os membros do CRSFN, além de designados pelo Presidente da República, passassem a ter seus nomes submetidos à prévia aprovação pelo Senado Federal, na forma da alínea “f”, inciso III, do artigo 52 da Constituição Federal.

Ressalta-se que a criação do CRSFN⁸⁷ justificou-se pelo fato de não ter o CMN competência exclusiva para atuar como segunda instância na esfera administrativa, e ainda porque os recursos não eram de fatos analisados, dado o excessivo volume de processos submetidos à apreciação do CMN, a ausência de conhecimentos técnicos especializados por parte de seus membros, somados ainda a diferença com relação a sua função precípua de estabelecer as diretrizes gerais do Sistema Financeiro Nacional. Desta forma, o CRSFN surge como órgão especializado para julgar, em grau recursal, as decisões proferidas pela CVM.

Por fim, é importante destacar que o princípio da celeridade⁸⁸ não deve servir para questionar a atuação do CRSFN como órgão recursal, mas sim para avaliar o que deve ou não ser analisado pelo CRSFN em razão deste princípio, uma vez que o papel do “Conselhinho” é garantir uma

⁸⁴ Artigo 5º da Lei 6.385/1976.

⁸⁵ A propósito: “A conjugação do mandato fixo de dirigentes da autoridade federal, nomeados pelo Presidente da República e aprovados pelo Senado Federal, com a criação de fonte de receita mais do que necessária para o custeio de suas atividades, confere à CVM independência administrativa e política, possibilitando o exercício de suas funções de forma mais técnica e independente.” Ploger, Alfried. Os 30 anos da CVM: Lutas e Conquistas. *In* Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, p. 57 e 58.

⁸⁶ Eizirik, Nelson; Gaal, Ariadna B.; Parente, Flávia; Henriques, Marcus de Freitas. Mercado de Capitais – Regime Jurídico, p 359.

⁸⁷ Vide item 3.5 do presente trabalho.

⁸⁸ Atualmente previsto no inciso LXXVIII do artigo 5º da Constituição Federal (acrescentado pela Emenda Constitucional n.º. 45/2004): “a todos, no âmbito judicial e administrativo, são assegurados a razoável duração do processo e os meios que garantam a celeridade de sua tramitação.”

maior eficiência do processo de fiscalização da CVM, e também do Banco Central. É preciso, portanto, uma adequação para que o “Conselhinho” possa cumprir a sua importante função recursal de forma célere⁸⁹.

4.4 O Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional como Órgão Paritário

Discute-se ainda que o duplo grau administrativo apenas se justifica nas hipóteses em que as decisões são proferidas monocraticamente, e como na CVM todas as decisões são colegiadas, não haveria necessidade de interposição de recurso perante o CRSFN. Neste sentido, destacam-se as opiniões dos eminentes juristas Julio Ramalho Dubeux⁹⁰, Nelson Eizirik, Ariádna B. Gaal, Flávia Parente e Marcus de Freitas Henriques⁹¹.

Todavia, a segurança jurídica das decisões proferidas nos processos administrativos sancionadores da CVM necessita de mais uma instância julgadora, isso porque no âmbito destes processos a Administração é ao mesmo tempo “autora” e “juíza”, ou seja a CVM participa como parte interessada e julgador. Desta forma a atuação do CRSFN é imprescindível para representar a possibilidade de reapreciação de uma decisão administrativa por parte de um órgão imparcial e neutro, permitindo o

⁸⁹ A propósito: “A estrutura do Conselhinho é muito enxuta. O número de Conselheiros permanece idêntico ao da época de sua criação (oito), mas a competência para julgar só tem sido ampliada, aumentando, sensivelmente, a quantidade de recursos interpostos. É necessário, portanto, que o número de Conselheiros seja multiplicado, com a criação, por exemplo, de Câmaras, subdividindo-se os trabalhos”. Covas, Silvânio; Cardinalli, Adriana Laporta. O Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional: Atribuições e Jurisprudência. São Paulo: Quartier Latin; 2008, p 286.

⁹⁰ A respeito: “Na verdade, a única vantagem que poderia ser argüida a favor do Conselho seria a segurança jurídica pela atuação de mais uma instância revisora. Não há, todavia, nenhuma necessidade nesse sentido, porquanto a composição colegiada da CVM já é garantia institucional suficiente para a tomada de decisões ponderadas e adequadas.” Dubeux, Júlio Ramalho. A Comissão de Valores Mobiliários e os principais instrumentos regulatórios do Mercado de Capitais Brasileiro, p. 106 e 107.

⁹¹ Nelson Eizirik, Ariádna B. Gaal, Flávia Parente e Marcus de Freitas Henriques, por sua vez, destacam apenas as hipóteses de recurso de ofício, a propósito observa-se: “No caso da decisões do Banco Central que deixam de aplicar penalidades, poderia ser justificável, *a priori*, a revisão pelo CRSFN, uma vez que são proferidas por apenas um julgador (o Diretor de Fiscalização). Já no que diz respeito aos procedimentos sancionadores da CVM – necessariamente julgados por um órgão colegiado (a Diretoria da CVM) -, não se compreende qual a razão para a obrigatoriedade do recurso de ofício.” Eizirik, Nelson; Gaal, Ariadna B.; Parente, Flávia; Henriques, Marcus de Freitas. Mercado de Capitais – Regime Jurídico, p. 358.

exercício das garantias constitucionais do devido processo legal, do contraditório e da ampla defesa, e a ainda a constatação de eventuais equívocos de mérito ou formais.

A possibilidade de permitir o exercício de tais garantias constitucionais e a constatação de equívocos relaciona-se, principalmente, com o fato do CRSFN ser um órgão colegiado e paritário, visando garantir a imparcialidade dos julgamentos e a participação dos administrados nos órgãos colegiados, de maneira a revestir as decisões com mais acerto e confiabilidade. Busca-se, portanto, a imparcialidade na apreciação da matéria e o equilíbrio dos interesses envolvidos, ou seja, trata-se de implementação de um processo democrático na tomada de decisões em casos envolvendo interesses conflitantes.

Pode-se afirmar que:

“o acerto e a devida fundamentação das decisões, por parte do tribunal administrativo, preservam a legalidade e ocasionam a satisfação do recorrente, fatores que desestimulam o ingresso no Poder Judiciário, resultando, portanto, em mais eficiência na prestação da função pública. Assim, há uma dupla finalidade a ser cumprida pelo Conselhinho, inerente ao processo administrativo: é uma garantia dos administrados, bem como mais uma forma de preservação da legalidade da atuação da Administração Pública.”⁹²

Note-se, portanto que, com a criação do “Conselhinho” surgiu um órgão especializado em julgar recursos das penalidades aplicadas pelo Banco Central do Brasil e pela CVM, com composição paritária e com estrutura apropriada para o correto tratamento dos recursos que lhe são apresentados. Além disso, a renovação periódica do quadro de julgadores e a existência de mandato permitem a independência dos membros do “Conselhinho”, na medida em que cada julgador, seja ele representante do setor público ou privado, vota de acordo com a sua consciência, ou seja, possuem liberdade na formação de seu convencimento, subordinando-se, apenas, ao ordenamento jurídico vigente. Por fim, a composição múltipla do

⁹² Covas, Silvânio; Cardinalli, Adriana Laporta. O Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional: Atribuições e Jurisprudência. São Paulo: Quartier Latin; 2008, p. 83 e 83.

CRSFN permite a troca de opiniões e experiências entre os julgadores, de forma a enriquecer o conceito de justiça.

CONCLUSÃO

No curso do presente trabalho buscou-se analisar o fenômeno da regulação do mercado de capitais, através de uma perspectiva voltada para a eficiência do processo administrativo sancionador da CVM no exercício do seu poder sancionador. Dedicou-se especial atenção aos limites e condições impostos pelas normas legais e regulamentares à CVM, bem como os princípios norteadores do processo administrativo no âmbito desta Autarquia, a fim de demonstrar a importante função recursal exercida pelo CRSFN.

No que diz respeito aos princípios norteadores do processo administrativo sancionador da CVM, considerando a severidade das penalidades aplicáveis, a relação de dependência dos particulares aos atos praticados pela CVM, e a participação concomitante da CVM como parte interessada e “juíza” nos processos administrativos, procurou-se demonstrar a necessidade de se assegurar aos acusados em processos administrativos sancionadores todas as garantias constitucionais do devido processo legal, do contraditório e da ampla defesa, bem como a segurança jurídica das decisões proferidas pela CVM, de forma a evitar o arbítrio e as decisões desmotivadas, e oferecer o equilíbrio dos interesses envolvidos.

Sob o aspecto da observância do princípio da celeridade o mesmo não deve servir como base para questionar a função recursal exercida pelo CRSFN, mas sim para estimular a adoção de medidas que objetivam a célere decisão final do processo administrativo sancionador. Neste sentido, destaca-se o importante instituto do termo de compromisso, o qual faculta a celebração de acordo entre o investigado ou acusado da prática de ilícito e a CVM, consistindo em uma forma rápida e eficiente de alcançar a realização do poder sancionador⁹³.

Além disso, é imprescindível destacar que a CVM está sempre em busca de aprimoramentos que visam promover a celeridade dos processos

⁹³ V. Item 3.4 do presente trabalho.

administrativos sancionadores. Como exemplo disso é possível citar a recente criação da Superintendência de Processos Sancionadores, através da Deliberação da CVM n°. 537, de 04 de março de 2008, como unidade especializada na função de conduzir processos administrativos sancionadores instaurados pela CVM, decorrente da necessidade de segregação das funções de fiscalização das funções acusatórias. Tal segregação visa alcançar ganhos de eficiência na condução de processos administrativos sancionadores com maior agilidade na fase de investigação e na apresentação de acusações, e conseqüentemente ganhos de qualidade no resultado final das acusações produzidas.

Cabe dizer ainda que o poder sancionador pode contribuir eficazmente para assegurar o equilíbrio da ordem jurídica, na medida em que todos os destinatários das normas legais e regulamentares vigentes acerca do mercado de capitais se convencerem da inevitabilidade das sanções que podem ser imputadas nas hipóteses de condutas ilícitas.

Por fim, é óbvio que o crescimento do mercado de capitais, a rápida evolução tecnológica e a globalização demandam um mercado bem-estruturado e informado. A prática tem revelado a conveniência cada vez maior de uma regulação eficiente que ofereça tranquilidade e segurança aos interessados e sujeitos do mercado. Desta forma, é imprescindível que a CVM, autarquia responsável por regular o mercado de capitais, esteja sempre em busca de melhores condições para exercer as suas funções de maneira eficiente, célere e de acordo com o dinâmico mercado que lhe cabe regular.

Diante disso, vislumbrando a aplicação do duplo grau administrativo, a CVM busca garantir segurança jurídica, imparcialidade e equilíbrio de suas decisões, e conseqüentemente implantar e preservar um mercado de capitais eficiente, livre, competitivo, informado e confiável.

BIBLIOGRAFIA

ARAGÃO, Alexandre Santos de. *Agências Reguladoras e a Evolução do Direito Administrativo Econômico*. 2ª Edição. Rio de Janeiro: Editora Forense; 2006. 509 p.

BARROSO, Luis Roberto. Agências Reguladoras. Constituição, Transformação do Estado e legitimidade democrática. *In* Temas de Direito Constitucional – Tomo II. Rio de Janeiro: Renovar; 2003. p. 271 – 313.

BORBA, José Edwaldo Borba. *Direito Societário*. 9ª Edição. Rio de Janeiro: Renovar; 2004. 581 p.

CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. A Nova Lei das S/A. São Paulo: Editora Saraiva; 2002. 552 p.

CINTRA, Antônio Carlos de Araújo; GRINOVER, Ada Pellegrini; DINAMARCO, Cândido Rangel. *Teoria Geral do Processo*. 21ª Edição. Malheiros Editores; 2005. 368 p.

COELHO, Fábio Ulhôa. *Curso de Direito Comercial*. Volume 2. 8ª Edição. São Paulo: Editora Saraiva; 2005. 514 p.

COVAS, Silvânio; CARDINALLI, Adriana Laporta. *O Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional: Atribuições e Jurisprudência*. São Paulo: Quartier Latin; 2008. 320 p.

DERANI, Cristiane. *Privatização e Serviços Públicos: As Ações do Estado na Produção Econômica*. São Paulo: Editora Max Limonad; 2002. 260 p.

DI PIETRO, Maria Sylvia Zanella. *Direito Administrativo*. 17ª Edição. São Paulo: Editora Atlas S.A.; 2004. 751 p.

DUBEUX, Julio Ramalho. *A Comissão de Valores Mobiliários e os principais instrumentos regulatórios do mercado de capitais*. Porto Alegre: Sergio Antonio Fabris Editor; 2006. 112 p.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES Marcus de Freitas. *Mercado de Capitais – Regime Jurídico*. Rio de Janeiro: Editora Renovar; 2008. 624 p.

EIZIRIK, Nelson. *O papel do estado na regulação do mercado de capitais*. Rio de Janeiro: Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais, 1977. 145 p.

EIZIRIK, Nelson. *Reforma das S.A. & do Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro: Editora Renovar; 1997. 435 p.

FAGUNDES, Miguel Seabra. *O Controle dos Atos Administrativos pelo Poder Judiciário*. 6ª edição revista e atualizada. São Paulo: Editora Saraiva; 1984. 538 p.

GRAU, Eros Roberto. *A Ordem Econômica na Constituição de 1988*. 9ª Edição; Malheiros Editora; 2004. 351 p.

JURUENA, Marcos Villela Souto. *Direito Administrativo Regulatório*. 2ª Edição. Rio de Janeiro: Editora Lúmen Júris; 2005. 427 p.

JURUENA, Marcos Villela Souto. *Direito Administrativo da Economia*. 3ª Edição. Rio de Janeiro: Editora Lúmen Júris; 2003. 528 p.

MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. O conceito de valor mobiliário. *In* Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais. N.º 59. Julho/Setembro de 1985. p. 30 – 55.

MEDAUAR, Odete. *A Processualidade no Direito Administrativo*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais; 1993. 167 p.

MEIRELLES, Hely Lopes. *Direito Administrativo Brasileiro*. 27ª Edição. São Paulo: Editora Malheiros; 2002. 790 p.

OSÓRIO, Fábio Medina. *Direito Administrativo Sancionador*. 2ª Edição revista, atualizada e ampliada. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais; 2005. 560 p.

Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais. Coordenação Arnoldo Wald. Ano 9. N.º 34. Editora Revista dos Tribunais; 2006. 389 p.

TÁCITO, Caio. Comissão de Valores Mobiliários. Poder Regulamentar. *In* Temas de Direito Público (Estudos e Pareceres). 2º volume. Rio de Janeiro: Renovar; 1997. p. 1075 – 1093.

TRINDADE, Marcelo F.. O Papel da CVM e o mercado de capitais no Brasil. *In* Saddi, Jairo. Fusões e Aquisições: aspectos jurídicos e econômicos. São Paulo: IOB; 2002. 484 p.

VENÂNCIO FILHO, Alberto. *A intervenção do Estado no domínio econômico: o direito público econômico no Brasil*. Edição fac-similar da de 1968; Rio de Janeiro: Editora Renovar; 1998. 607 p.

http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Exm/2001/exm-214-mpv-08.pdf,
Acesso em 02/03/2008.

<http://www.cvm.gov.br/Port/DesCol/respdecis.asp?File=5730-0.HTM>,
Acesso em 18/03/2008.

www.stj.gov.br. Acesso em 29/03/2008.

www.cvm.gov.br. Acesso em 28/03/2008.

www.stf.gov.br. Acesso em 01/04/2008.

ANEXO I

Processo Administrativo Sancionador na CVM **Deliberação CVM n.º 538, de 05/03/2008**

I) Inquérito Administrativo

Objetivo: apurar indícios de atos ilegais ou violadores da regulamentação e de práticas não-equitativas no mercado de valores mobiliários.

Competência: caberá à Superintendência cuja área de atuação seja afeta aos indícios de irregularidade a serem apurados apresentar proposta de instauração de inquérito administrativo, dirigida ao Superintendente Geral, o qual compete determinar a instauração do inquérito.

Hipóteses de não instauração: (i) quando qualquer das Superintendências da CVM considerar que dispõe de elementos conclusivos quanto à autoria e materialidade da irregularidade constatada, que permitam a formulação de acusação sem necessidade de instauração de inquérito administrativo, deverá formular termo de acusação, e (ii) quando o Superintendente Geral verificar que a proposta de inquérito administrativo contiver suficientes elementos de autoria e materialidade da infração, ele poderá determinar às Superintendências que elaborem termo de acusação.

Momento em que o inquérito é considerado instaurado: na data da Portaria do Superintendente Geral que dispuser sobre a instauração.

Prazo para conclusão dos trabalhos: 90 dias contados da data de instauração do inquérito, podendo tal prazo ser prorrogado, mediante pedido motivado encaminhado ao Superintendente Geral, por período que este julgue adequado para a conclusão das investigações.

Condução do Inquérito: O inquérito é conduzido pela Superintendência de Processos Sancionadores (“SPS”) em conjunto com a Procuradoria Federal Especializada (“PFE”). A SPS e a PFE elaborarão relatório que deverá conter: (i) nome e qualificação dos acusados; (ii) narrativa dos fatos investigados que demonstre materialidade das infrações apuradas; (iii) análise de autoria das infrações apuradas, contendo a individualização da conduta dos acusados, fazendo-se remissão expressa às provas que demonstrem sua participação nas infrações apuradas; (iv) os dispositivos legais ou regulamentares infringidos; e (v) proposta de comunicação à outros órgãos e entidades, se for o caso.

Hipóteses de arquivamento: O arquivamento será proposto pela SPS e pela PFE ao Superintendente Geral em caso de insuficiência de provas para formular a acusação ou quando se convencerem da inexistência de infração ou da ocorrência da prescrição.

II) Termo de Acusação

Competência: o termo de acusação será elaborado por qualquer das Superintendências da CVM quando os elementos de autoria e materialidade da infração forem suficientes para o seu oferecimento.

Manifestação prévia do investigado: antes de formular a acusação, as Superintendências e a PFE deverão buscar informações do investigado sobre os fatos descritos no relatório ou no termo de acusação, através de depoimento pessoal, manifestação voluntária acerca dos fatos imputados, ou intimação do investigado para prestar esclarecimentos.

Elaboração de Parecer: antes da intimação dos acusados para apresentação de defesa, a PFE deverá emitir parecer sobre o termo de acusação, no prazo de 30 dias contados da data do termo de acusação, analisando a observância dos requisitos necessários ao relatório do inquérito e à manifestação prévia do investigado. Considerando o parecer da PFE, a Superintendência que tiver oferecido o termo de acusação poderá arquivar o processo.

Momento de instauração do Processo Administrativo Sancionador (“PAS”): intimação dos acusados para apresentação de defesa.

III) Comunicações a outros órgãos e entidades

Compete ao Superintendente Geral, nos seguintes casos comunicar: (i) ao Ministério Público, se verificada a ocorrência de crime definido em lei como de ação pública, ou indícios da prática de tais crimes; e (ii) a outros órgãos e entidades da administração pública, se verificada a ocorrência de ilícito em área sujeita à fiscalização destes, ou indícios de sua prática. A PFE deverá emitir parecer sobre a comunicação ao Ministério Público e sobre quaisquer outras propostas de comunicação.

IV) Intimação e Defesa

Intimação: os autos são encaminhados para a Coordenação de Controle de Processos Administrativos (“CCP”), que providenciará a intimação (por escrito) dos acusados para apresentação de defesa. A intimação deverá conter a advertência de que o acusado poderá propor a celebração de termo de compromisso, exceto quando da apuração de irregularidades relacionados com a Lei n.º 9.613/1998 (dispõe sobre os crimes de “lavagem” ou ocultação de bens, direitos e valores, e dá outras providências).

Prazo para apresentação da defesa: 30 dias contados da data de intimação. Exceção: o prazo será computado em dobro, quando os acusados tiverem procuradores diferentes. Caso não haja apresentação de defesa após esgotado o prazo, a CVM ficará legitimada a aplicar aos acusados as penalidades previstas na Lei n.º 6.385/76.

Defesa: escrita, dirigida ao Presidente da CVM, e instruída com os documentos em que se fundamentar.

Obs.: a Superintendência que houver formulado a acusação será competente para dirimir quaisquer incidentes relativos à realização da intimação, bem como para deferir pedidos de prorrogação do prazo para apresentação de defesas.

V) Atos prévios ao julgamento

Proposta de termo de compromisso: nesta hipótese, os autos são encaminhados ao Comitê de Termo de Compromisso para apreciação.

Designação de Relator: os autos são encaminhados ao Colegiado, após a apresentação das defesas, para sorteio de um Diretor, que funcionará como Relator. A designação de Relator somente ocorrerá caso o processo não seja suspenso em razão de celebração de termo de compromisso.

Hipótese de desligamento definitivo de Relator: os processos administrativos que estejam sob sua relatoria serão grupados em ordem cronológica e redistribuídos por sorteio, provisoriamente, em quantidades iguais, aos demais Diretores. Ao Diretor que assumir o cargo vago caberá, em caráter definitivo, ressalvada a hipótese de impedimento, a condição de Relator dos processos atribuídos ao seu antecessor.

Hipótese de impedimento do novo Diretor: permanecerá como Relator dos processos administrativos, em caráter definitivo, o Diretor designado por sorteio, compensando-se tal ocorrência nas futuras distribuições.

Retificação da acusação: o Relator devolverá os autos à Superintendência que houver formulado a acusação, para suprir irregularidades, caso a peça acusatória não tenha observado os requisitos do relatório, não tenha ocorrido a manifestação prévia do investigado; ou ainda não tenha sido apresentada defesa. A Superintendência ou a PFE poderá propor ao Colegiado o arquivamento do processo se, após suprir as irregularidades, concluir pela inexistência de infração. Se suprida a irregularidade ou proposto o arquivamento, os acusados serão intimados para apresentação de nova defesa.

Realização de diligência para produção de provas: caberá ao Relator decidir acerca do pedido de provas formulado na defesa do acusado, bem como presidir as diligências necessárias à sua produção, caso deferido. Da decisão do Relator que negar pedido de diligências formulado pela defesa caberá recurso em separado ao Colegiado, mediante petição apresentada no prazo de 5 dias contados da ciência da decisão do Relator. O acusado, conforme o tipo de prova a ser produzida, será informado da data e local em que ela será colhida, para que possa, querendo, pessoalmente ou por intermédio de seu representante legal, acompanhar sua produção. Ao acusado será concedido o prazo de 15 dias para se manifestar sobre as provas produzidas, independentemente de haver, ou não, acompanhado a sua produção.

Nova definição jurídica do fato: o Colegiado poderá dar ao fato definição jurídica diversa da que constar da peça acusatória, devendo indicar os acusados afetados pela nova definição jurídica e determinar a intimação de tais acusados para aditamento de suas defesas, no prazo de 30 dias a contar do recebimento da intimação, facultada a produção de novas provas. Todos os acusados deverão ser intimados, e a intimação deverá ser acompanhada exclusivamente da ata contendo a decisão do Colegiado.

VI) Julgamento

Convocação: 15 dias de antecedência.

Sessão: pública, podendo ser restringido o acesso de terceiros em função do interesse público envolvido. Presidida pelo Presidente da CVM ou, na sua ausência ou impedimento, por qualquer Diretor, e somente será realizada com a presença mínima de 3 membros do Colegiado. O Relator poderá, a seu critério, colocar o relatório do processo à disposição das partes e dos demais membros do Colegiado antes da sessão de julgamento, ficando, neste caso, dispensado da leitura do relatório na referida sessão.

Sustentação oral: ao acusado ou ao seu representante legal será concedido o prazo máximo de 15 (quinze) minutos, prorrogáveis, a critério do Presidente da sessão, por mais 15 (quinze) minutos, para que proceda à sustentação oral da defesa, após a leitura do Relatório pelo Relator. Após a sustentação oral da defesa, será facultado à PFE manifestar-se oralmente. Ocorrendo a manifestação da PFE, a defesa terá nova oportunidade de se pronunciar sobre o tema de tal manifestação.

Apreciação de provas (poderão ser todas as admitidas em Direito): o Colegiado formará sua livre convicção.

Pontos controversos: o Colegiado poderá retirar-se da sessão para seu exame, ou adiar o julgamento.

Adiamento do julgamento: poderá ser concedido pelo Colegiado a pedido de qualquer das partes, formulado com base em justificativa razoável.

Votação: na sessão de julgamento, a cada membro do Colegiado caberá um voto. As deliberações serão tomadas pelo voto da maioria, cabendo ao Presidente da sessão o voto de qualidade.

Decisão proferida: conterà o relatório do processo, os fundamentos, a conclusão e as penalidades aplicadas, se for o caso. O Colegiado dará conhecimento da decisão por escrito, ao acusado, para querendo interpor recursos ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. A decisão será divulgada para imprensa e publicada no Diário Oficial.

VII) Recurso

Interposição: através de petição encaminhada à CVM, o acusado poderá interpor recurso, total ou parcial, ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional.

Prazo: 30 dias, a contar da ciência da decisão. Exceção: nos processos que tratem de irregularidades relacionadas à Lei nº 9.613/98 ou à Lei 10.214/2001 (dispõe sobre a atuação das câmaras e dos prestadores de serviços de compensação e de liquidação, no âmbito do sistema de pagamentos brasileiro, e dá outras providências), o prazo para interposição de recursos será de 15 dias, e o recurso deverá ser dirigido ao Ministro de Estado da Fazenda.

Efeito: suspensivo.

VIII) Observações

Contagem de prazo: contínuos, excluindo-se, na sua contagem, o dia de início e incluindo-se o do vencimento. Os prazos só se iniciam ou vencem em dia de expediente normal da CVM.

Vista aos autos: mediante requerimento, dar-se-á vista dos autos ao acusado ou ao seu representante legal, nas dependências da CVM, bem como cópia do processo.