

CAPÍTULO 7

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

7.1. Constituição e funcionamento

A estruturação básica da regulação de nosso sistema financeiro teve início com a edição, nas décadas de sessenta e setenta do século passado, de quatro distintos textos legais, respectivamente, a Lei nº 4.595, em 1964, a Lei nº 4.728, em 1965, e as Leis nº 6.385 e 6.404, ambas em 1976.

A Lei nº 4.595/1964, conhecida como Lei da Reforma Bancária, criou o Banco Central do Brasil (BACEN) e substituiu o conjunto de normas esparsas que disciplinavam o mercado, à época, promovendo uma profunda alteração no contexto do sistema financeiro nacional, especialmente com vistas a possibilitar a implementação da política monetária, creditícia e cambial, indispensável ao seu desenvolvimento.

A Lei nº 4.728/1965, designada Lei de Mercado de Capitais, voltava-se, por sua vez, à complementação da Lei nº 4.595/1964, de forma a reorganizar e disciplinar o mercado de capitais.

Em dezembro de 1976, foram editadas a Lei nº 6.404 — Lei das Sociedades por Ações — e a Lei nº 6.385, que criou a Comissão de Valores Mobiliários, para exercer as funções de órgão regulador e fiscalizador do mercado de valores mobiliários, as quais, até então, eram atribuídas ao BACEN.

O legislador optou por distribuir a competência normativa e fiscalizadora a ser exercida sobre o mercado entre as duas entidades, cabendo ao Banco Central a disciplina do sistema financeiro bancário, monetário e creditício e à CVM, especificamente, aquela relacionada ao mercado de valores mobiliários.

A estrutura do mercado financeiro *lato sensu* passou do modelo *bipartido* da Lei nº 4.728/1965 para o modelo *tripartido* da Lei nº 6.385/1976, com clara distinção entre os objetos, de um lado, do mercado financeiro *stricto sensu* e, de outro, do mercado de capitais. O Conselho Monetário Nacional conservava seu papel de órgão superior, ditando as políticas a serem observadas nos dois mercados, cabendo à CVM, a disciplina, a fiscalização e a sanção no âmbito do mercado de valores mobiliários, continuando o BACEN com as mesmas funções quanto ao mercado financeiro¹.

Em 1997, decorridos cerca de vinte anos da edição da Lei nº 6.385/1976, esta sofreu algumas alterações com a promulgação da Lei nº 9.457/1997, a qual aumentou a extensão do poder de polícia da CVM sobre os participantes do mercado, de maneira a permitir-lhe uma atuação punitiva mais eficaz, com a previsão de sanções bem mais severas do que aquelas elencadas na redação original da Lei nº 6.385/1976.

Em 31 de outubro de 2001, a Lei nº 6.385/1976 sofreu nova modificação decorrente da edição, simultaneamente, de uma Lei — a Lei nº 10.303/2001 —, de uma Medida Provisória — a MP nº 08, que se converteu na Lei nº 10.411/2002 — e de um Decreto — o Decreto nº 3.995/2001².

Dentre as reformulações introduzidas, destacavam-se: a ampliação do mercado de valores mobiliários mediante a inclusão de novos títulos e contratos no conceito de valores mobiliários³; a extensão da competência da CVM; a alteração nos procedimentos administrativos por ela instaurados; e a modificação de sua estrutura.

Com a edição da Medida Provisória nº 8, posteriormente convertida na Lei nº 10.411/2002, a Comissão de Valores Mobiliários — até então uma “*entidade autárquica vinculada ao Ministério da Fazenda*” — foi elevada à condição de **entidade autárquica em regime especial**, ou seja, passou a ostentar o *status* de agência reguladora.

1 MARCELO FERNANDEZ TRINDADE, “O Papel da CVM e o Mercado de Capitais”. In: JAIRO SADDI (org.). *Fusões e Aquisições: Aspectos Jurídicos e Econômicos*. São Paulo, IOB, 2002, p. 305.

2 Como observa Julian Chediak, embora a ideia original fosse a de proceder às alterações pretendidas mediante a promulgação de uma única lei, isto não foi possível em razão de questionamento acerca de sua constitucionalidade. (JULIAN FONSECA PEÑA CHEDIK, *A Reforma do Mercado de Valores Mobiliários ...*, pp. 525 e ss.).

3 A respeito, conferir o Capítulo 3.

Conceitua-se como agência reguladora independente a autarquia dotada de autonomia, exercendo funções regulatórias, cuja administração compete a um Colegiado em que seus membros são nomeados pelo Presidente da República e detêm mandato por tempo determinado⁴.

De acordo com o artigo 3º, da Estrutura Regimental da Comissão de Valores Mobiliários, disciplinada pelo Decreto nº 6.382/2008⁵, alterado pelo Decreto nº 7.406/2010, a CVM é, atualmente, dirigida por um Colegiado composto por um Presidente e quatro Diretores, todos eles nomeados pelo Presidente da República, depois de aprovados em sabatina pelo Senado Federal, dentre pessoas de reputação ilibada e reconhecida competência em matéria de mercado de capitais.

O mandato do Presidente e dos Diretores é de cinco anos, sendo vedada a sua recondução⁶. Um quinto de seus membros deve ser renovado anualmente⁷. A perda de mandato só poderá ocorrer nos casos de (i) renúncia, (ii) condenação judicial transitada em julgado ou (iii) processo administrativo disciplinar a ser instaurado pelo Ministério da Fazenda. Assim sendo, diversamente dos órgãos vinculados ao Poder Executivo, os dirigentes da Comissão não são demissíveis *ad nutum*.

Esse modelo de composição do Colegiado segue aquele das demais agências reguladoras brasileiras, de forma a atribuir maior independência e estabilidade às entidades, visando evitar possíveis interferências do Poder Executivo e do setor econômico regulado⁸.

A CVM funciona como órgão de deliberação colegiada, pronunciando-se por meio dos votos de seu Presidente e Diretores. No cômputo dos votos, não há hierarquia. Assim, apenas em caso de empate, o voto do Presidente assumirá o caráter de “Voto de Minerva”, de tal sorte que seu entendimento prevalecerá.

4 O projeto de Lei nº 3.337/2004 que trata da “*gestão, organização e controle social das Agências Reguladoras*” não inclui a CVM em sua lista taxativa de agências. Caso o projeto seja aprovado na forma como está redigido, a CVM não será legalmente uma agência reguladora, embora tenha as mesmas características de autonomia e independência dessas entidades, previstas nos artigos 19 e 20 do projeto.

5 Este Decreto substituiu os Decretos nºs 4.933/2003 e 5.946/2006.

6 Conforme o artigo 4º do Anexo I ao Decreto nº 6.382/2008.

7 Conforme o artigo 4º do Anexo I ao Decreto nº 6.382/2008.

8 JÚLIO RAMALHO DUBEUX. *A Comissão de Valores Mobiliários ...*, pp. 34-37.

Tanto o Presidente quanto os Diretores da CVM possuem igual competência para apreciar, em conjunto, as questões submetidas ao Colegiado.

Ainda que todos os membros do Colegiado possuam idêntica competência material, o Decreto nº 6.382/2008, que aprovou a estrutura regimental da autarquia, estabeleceu, em seu artigo 29, caber ao Presidente planejar, dirigir, controlar e coordenar as suas atividades representá-la em juízo ou fora dele (podendo delegar estas atribuições aos demais diretores), além de convocar e presidir as reuniões do órgão colegial. Aos Diretores, por sua vez, compete participar das reuniões do Colegiado, colaborando na definição das diretrizes da CVM, bem como desenvolver projetos e atividades de acordo com as atribuições que lhes forem conferidas pelo Presidente, segundo o disposto no artigo 30 do Anexo I ao Decreto nº 6.382/2008.

Existe, ainda, divisão material interna na entidade reguladora, a qual diz respeito às áreas técnicas da CVM, que atuam sempre por delegação das funções atribuídas pela Lei a seu Colegiado.

O corpo técnico da CVM está dividido nas seguintes Superintendências especializadas: Superintendência Geral (SGE); Superintendência de Relações com Empresas (SEP); Superintendência de Relações Internacionais (SRI); Superintendência de Fiscalização Externa (SFI); Superintendência de Normas Contábeis e Auditoria (SNC); Superintendência de Relações com Investidores Institucionais (SIN); Superintendência de Desenvolvimento de Mercado (SDM); Superintendência Administrativo-Financeira (SAD); Superintendência de Informática (SSI); Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários (SMI); Superintendência de Registro de Valores Mobiliários (SRE); Superintendência de Proteção e Orientação aos Investidores (SÓI); Superintendência de Planejamento (SPL), Superintendência de Processos Sancionadores (SPS) e; Superintendência Regional de Brasília (SRB). Além desses órgãos, a CVM possui também Assessoria de Comunicação Social (ASC), Assessoria de Análise e Pesquisa (ASA) e Auditoria Interna (AUD).

Por constituir uma autarquia federal — e, assim, uma entidade da Administração pública federal indireta —, a Advocacia Geral da União (AGU) presta à CVM orientação e defesa jurídica por intermédio da Procuradoria Federal Especializada (PFE-CVM)⁹. Compete à

PFE-CVM: representar a CVM judicial e extrajudicialmente; exercer as atividades de consultoria e assessoramento jurídico a seus órgãos, aplicando-se, no que for pertinente, o disposto no artigo 11 da Lei Complementar nº 73/1993 (Lei Orgânica da Advocacia Geral da União); e apurar a liquidez e certeza dos créditos, de qualquer natureza, inerentes às atividades da entidade, inscrevendo-os em dívida ativa para fins de cobrança amigável ou judicial.

7.2. Âmbito de Competência da CVM

A CVM, como ente da Administração Pública, tem a sua atuação limitada pelos ditames legais. A Lei nº 6.385/1976 atribuiu-lhe competência para disciplinar e fiscalizar as atividades ligadas a determinado segmento do sistema financeiro, o mercado de valores mobiliários. Dentre os quatro segmentos compreendidos no sistema financeiro nacional — o de crédito, o monetário, o de câmbio e o de valores mobiliários, este último encontra-se sob a fiscalização da CVM. Os outros três são regulados e supervisionados pelo Banco Central do Brasil (BACEN).

O conceito de valor mobiliário é, portanto, o balizador de sua competência, daí decorrendo que as operações envolvendo esses tipos de títulos ou contratos serão reguladas e fiscalizadas por essa autarquia. Tal âmbito de atuação já foi ampliado em três oportunidades distintas, com a edição das Leis nº 9.457/1997, 10.198/2001 e 10.303/2001¹⁰.

A atuação da CVM abrange a disciplina e a fiscalização das seguintes atividades no mercado de valores mobiliários, conforme estabelecido no artigo 1º da Lei nº 6.385/1976: emissão, distribuição, negociação, intermediação, administração de carteiras, custódia, auditoria das companhias abertas e os serviços de consultor e analista 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.

9 Com a criação, no âmbito da Advocacia Geral da União (AGU), da Procuradoria Geral Federal, em virtude da Lei nº 10.480/2002, a Procuradoria da

CVM passou a integrar a estrutura da Procuradoria Geral Federal (PGF), sob a denominação de Procuradoria Federal Especializada na CVM.

10 Sobre o assunto, ver o Capítulo 3.

Tendo em vista sua natureza jurídica de agência reguladora, a CVM tem poderes para regular, fiscalizar e sancionar todas as atividades referidas acima, as quais se encontram, em última análise, ligadas ao conceito de valor mobiliário.

Dessa forma, companhias abertas, empresas de auditoria, corretoras de valores mobiliários, agentes autônomos de investimento, fundos de investimento, administradores de carteira, enfim, todas as entidades que exercem atividades dentro do escopo previsto no artigo 1º da Lei nº 6.385/1976 e envolvendo valores mobiliários serão reguladas e fiscalizadas pela CVM. A tabela abaixo destaca os números de algumas categorias de instituições submetidas à atuação da CVM:

| Categorias de entidades submetidas à fiscalização ¹¹ | Números do ano de 2008 |
|---|------------------------|
| Companhias abertas | 690 |
| Companhias incentivadas | 272 |
| Auditores | 443 |
| Corretoras e Distribuidoras | 281 |
| Agentes autônomos | 5.967 |
| Analistas de valores mobiliários | 947 |
| Fundos de investimento | 9.490 |
| Carteiras de investidores não residentes | 472 |
| Administradores de carteiras | 1.854 |

Compete à CVM o poder de regular as matérias expressamente previstas na Lei das Sociedades Anônimas e na própria Lei nº 6.385/1976 (artigo 8º, I). Cabe-lhe, por exemplo, a competência para definir os tipos de instituições financeiras que poderão exercer atividades no mercado, assim como as espécies de operações ou serviços que poderão realizar (artigo 15, § 1º); expedir normas relativas a informações mínimas e à periodicidade de sua apresentação por pessoas com acesso a informação relevante (artigo 21-A); bem como normas aplicáveis às companhias abertas, sobre entre outras matérias, a natureza das informações que devam divulgar e sua periodicidade, pa-

11 Fonte: http://www.cvm.gov.br/port/relgest/Relat%C3%B3rio_Anual_CVM2008.pdf, acessado em 27.01.2011. De acordo com as informações obtidas no site da CVM, ao final do ano de 2009 estavam registradas 660 companhias abertas, 227 companhias incentivadas, 2.144 administradores de carteira, 304 consultores, 1.056 analista de valores mobiliários e 14.641 investidores não residentes.

drões de contabilidade, relatórios e pareceres de auditores independentes (artigo 33, § 1º).

A competência para fiscalizar encontra-se prevista, de maneira genérica, no artigo 8º, III, da Lei nº 6.385/1976. As atividades expressamente contidas no artigo 1º da Lei estão submetidas à fiscalização permanente da CVM. Diversos dispositivos esparsos acrescem outros poderes à competência fiscalizatória da CVM, entre eles, o artigo 8º, V, que permite à CVM fiscalizar e inspecionar às companhias abertas; o artigo 9º, § 1º, que relaciona as ações fiscalizatórias da CVM; e o artigo 9º, § 6º, que se refere à apuração e à punição, pela CVM, de condutas fraudulentas que tenham produzido efeitos no território nacional, ainda que tenham sido praticadas fora do seu âmbito.

Algumas dessas competências mencionadas, como referido anteriormente, foram acrescidas durante a última reforma da legislação do mercado de capitais, ocorrida em 2001 e implementada mediante a edição: (i) da Lei nº 10.303, que “*altera e acrescenta dispositivos na Lei nº 6.404/1976 (...) e na Lei nº 6.385/1976*” que “*dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários*”; (ii) da Medida Provisória nº 8, transformada em 28.02.2002, na Lei nº 10.411, cujo preâmbulo apresenta teor idêntico ao da Lei supra referida; e (iii) do Decreto nº 3.995, “*que altera e acresce dispositivos à Lei nº 6.385/1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários nas matérias reservadas a Decreto*”, conforme referido no item 7.1 acima.

O Decreto nº 3.995/2001 teve sua constitucionalidade questionada¹², em razão de outorgar poderes à CVM para impor às pessoas físicas e jurídicas de direito privado deveres e obrigações de prestação e de abstenção de atos próprios da esfera jurídica privada, obrigando-as a fazer e a não fazer, atingindo sua privacidade e lhes cominando condutas que cerceiam a liberdade e os direitos subjetivos, o que só poderia ter sido feito por lei¹³.

Ao conferir nova redação ao artigo 9º da Lei nº 6.385/1976, por exemplo, o Decreto nº 3.995/2001 criou obrigações e restringiu direitos de particulares, submetendo quaisquer pessoas ao poder da CVM de examinar livros, registros contábeis e arquivos eletrônicos.

12 MODESTO CARVALHOSA, NELSON EIZIRIK. A Nova Lei das S.A. ..., p. 447.

13 JULIAN FONSECA PEÑA CHEDIAK. A Reforma do Mercado de Valores Mobiliários ..., pp. 528-529.

No que diz respeito ao acesso aos documentos, registros, programas eletrônicos e arquivos magnéticos, ópticos ou de qualquer natureza, de que trata o artigo 9º da Lei nº 6.385/1976, com a redação dada pelo referido decreto, vale dizer que este somente poderá atingir as pessoas fora do âmbito do poder de polícia da CVM, quando o respectivo envolvimento ficar comprovado no devido processo administrativo, asseguradas todas as garantias processuais, tais como a ampla defesa e a fundamentação das decisões.¹⁴

Recentemente, foi editada a Instrução CVM nº 469/2008, a qual, com fundamento nas atribuições conferidas pelos artigos 22, II e IV do § 1º da Lei nº 6.385/1976, regulamentou a aplicação, às demonstrações financeiras das sociedades anônimas, a partir do exercício social iniciado em 1º de janeiro de 2008, dos parâmetros contábeis introduzidos pela Lei nº 11.638/2007, de maneira a possibilitar “que estas sejam convergentes com as práticas contábeis internacionais”.

7.3. A função normativa da CVM

A regulação das atividades econômicas e também da exploração privada de bens e serviços públicos é desempenhada, no direito brasileiro, por autarquias especiais dotadas de autonomia e independência, e exercida mediante um conjunto de competências normativas, executivas e judicantes¹⁵.

14 Em conformidade às Notas Explicativas à Instrução CVM nº 469/2008: “Em relação ao Capítulo XV da Lei nº 6.404/76, que trata de matéria contábil, a Lei nº 11.638, de 2007, determinou que a Comissão de Valores Mobiliários — CVM editasse normas mais detalhadas a respeito da aplicação das mudanças. Alguns aspectos terão que ser regulados ainda em 2008, outros ficarão para 2009 e 2010. Nesse sentido, a CVM, em conjunto com o Comitê de Pronunciamentos Contábeis — CPC, elaborou um programa de trabalho visando a edição, ainda em 2008, de um conjunto de normas diretamente relacionadas às alterações contábeis introduzidas pela lei nº 11638, de 2007 (...)”.

15 Nesse sentido: “A intervenção do Estado na ordem econômica por via normativa há de ser rápida, eficaz, ágil e abarcar todos os aspectos que sejam necessários. Daí a criação de entes da administração indireta dedicados a um determinado setor de atividade, criando uma especialização que lhes confere competência técnica para normatizar, controlar e fiscalizar a atividade econômica naquele segmento” (FERNANDO A. ALBINO DE OLIVEIRA. Poder regulamentar da Comissão de Valores Mobiliários, 1989. Tese de Doutorado em Direito

De todas as funções exercidas pelas agências reguladoras, a função normativa é mais criticada pela doutrina, sob o argumento de que representaria verdadeira invasão da esfera destinada, por força do princípio da separação de poderes, ao Poder Legislativo.

Mesmo antes da promulgação da Constituição de 1988, o Estado brasileiro já dispunha de entes administrativos dotados de alguma capacidade normativa e judicante, como é o caso, respectivamente, da CVM e do Banco Central, na regulação do mercado financeiro, e do CADE, na proteção da livre concorrência. Na verdade, a partir do século XX, tem-se verificado a necessidade de o Estado agir para regular a atividade econômica de modo a atenuar os efeitos das decisões tomadas soberanamente pelo mercado¹⁶.

Assim, muito embora a regulação do mercado de capitais constitua uma realidade concreta desde a década de 70 do século passado, a releitura das instituições jurídicas que legitimam, limitam e justificam a regulação estatal das atividades econômicas está em pleno aprimoramento.

Tal discussão está inserida em um contexto político mais amplo, de redefinição do papel do Estado no domínio econômico e, consequentemente, do papel do Direito na disciplina jurídica do mercado¹⁷. As agências reguladoras emergem em um contexto político-jurídico em que se busca a consolidação de um Estado *regulador* de atividades econômicas — de serviços públicos, predominantemente —, e não mais de um Estado interventor na economia¹⁸. É por meio das agên-

Econômico apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, sob a orientação do Prof. Geraldo de Camargo Vidigal, p. 162). A distinção entre as funções exercidas pelas agências reguladoras é feita por Sergio Guerra, com base nas lições de Adilson de Abreu Dallari. A propósito, leia-se SÉRGIO GUERRA. Controle Judicial dos Atos Regulatórios. Rio de Janeiro, Lumen Juris, 2005, p. 92.

16 A respeito, leia-se FÁBIO KONDER COMPARATO, “O indispensável direito econômico”. In: *Ensaios e Pareceres de Direito Empresarial*. Rio de Janeiro, Forense, 1978 e PEDRO DUTRA, “Órgãos Reguladores: social-democracia ou neogetulismo”. In: *Livre concorrência e regulação de mercados*. Rio de Janeiro, Renovar, 2003.

17 RACHEL SZTAJN, “Regulação e o Mercado de Valores Mobiliários”. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo, Malheiros, n. 135, jul./set. 2004, pp. 136 e ss.

18 Utilizando a dicção de Eros Grau, a intervenção no domínio econômico cede em primazia à intervenção sobre o domínio econômico (EROS ROBERTO GRAU. *A Ordem Econômica na Constituição de 1988: interpretação e crítica*.

cias que o Estado passa a fixar um conjunto de regras técnicas atinentes à conformidade da prestação de serviços públicos ou do exercício de atividades econômicas com o interesse coletivo.

Em determinadas áreas em que o interesse público se revela patente, mesmo as relações puramente privadas deverão ser reguladas. A ação estatal passa, dessa forma, a induzir o comportamento dos particulares à produção de resultados úteis à coletividade — diga-se, comportamentos estes que, sem o necessário estímulo, diriam respeito tão-somente à maximização dos lucros dos agentes privados.

No caso específico da CVM, o exercício dos poderes para organizar e disciplinar o mercado tinha fundamento, desde sua criação, na construção doutrinária da delegação de poderes legislativos¹⁹. Justificava-se o exercício de *certa parcela* de poder normativo por órgão da Administração indireta, desde que assim fosse determinado pela lei competente.

Tradicionalmente, a vinculação da Administração à legislação especial que lhe atribuía competências era interpretada em sentido estrito, conforme a máxima de que inexistente poder para a Administração Pública que não seja concedido pela lei — ou seja, *o que não se permite expressamente, nega-se implicitamente*. Por isso, os agentes administrativos não dispunham de liberdade — existente somente para os indivíduos — mas de competências, hauridas e limitadas pela lei²⁰.

Nunca, em qualquer hipótese, pôder-se-ia ir além da *letra* da lei, sendo sempre vedado crescer, suprir ou aditar os parâmetros legais. O propósito único das normas administrativas seria explicitar o direito positivo, visando a especializar a sua aplicação a situações cujas peculiaridades escapassem à leitura da norma legal.

Contudo, o tratamento da disciplina do mercado de capitais no contexto da teoria da regulação implica uma adaptação de teorias antigas a novas realidades. Com efeito, fala-se hoje em atuações *quasi*-legislativas e *quasi*-judicantes das agências reguladoras e não apenas na delegação

São Paulo, Malheiros, 2004, pp. 148-151).

¹⁹ Leia-se, por todos, BOLÍVAR B. M. ROCHA, “O Poder Normativo de Órgãos da Administração. O caso da Comissão de Valores Mobiliários”. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo, Revista dos Tribunais, n. 64, out./dez. 1986, pp. 47 e ss.

²⁰ Excelente síntese deste posicionamento pode ser encontrada em CARLOS ARI SUNDFELD. *Fundamentos do Direito Público*. São Paulo, Malheiros, 1992, p. 148.

de *parcelas* de funções estatais. O moderno direito administrativo, com efeito, desloca o tratamento das autarquias especiais do âmbito do controle exclusivo do Poder Executivo, para situá-las como entidades dotadas de autonomia e, portanto, independentes de todos os Poderes estatais, daí resultando a afirmativa de que atuam *como se fossem* poderes legiferantes ou *como se fossem* órgãos judicantes.

Tal, por motivos óbvios, não significa que as agências reguladoras estejam imunes a todo e qualquer controle. Muito pelo contrário, elas são instâncias autônomas apenas no que toca às suas funções de promulgar normas, fiscalizar e sancionar seu descumprimento, sendo, porém, todos os seus atos passíveis de controle a ser exercido *a posteriori* pelos Poderes Executivo, Legislativo e Judiciário. Em outras palavras, ditas agências reguladoras não são tão independentes quanto são autônomas, ou seja, não possuem *independência* para agir livres de parâmetros legais, mas são dotadas de autonomia para que possam desenvolver, com imparcialidade, suas atividades.

Com a proteção da autonomia e independência das entidades, procura-se, na verdade, defender sua atuação eficaz na regulação do subsistema econômico relevante, de modo a manter o processo decisório protegido contra indesejáveis influências político-partidárias, ou mesmo pressões dos próprios regulados, geralmente detentores de grande poder econômico.

Todavia, os atos administrativos poderão ser sempre objeto de controle posterior, quer seja este controle judicial, como no caso do controle de constitucionalidade, quer político, mediante a promulgação de leis pelo Legislativo.

Dessa forma, não se trata de uma “imunidade injustificável” das agências em face de qualquer controle estatal, mas de uma necessária barreira à intervenção política em decisões ou julgamentos que se pretendem neutros, eficazes, e que devem guardar correlação apenas com as políticas públicas democraticamente referendadas, estas sim emanadas do Poder Político da Nação, e cuja observância será sempre obrigatória.

A moderna doutrina administrativista justifica o caráter inovador — ou, melhor dizendo, a possibilidade de inovação — dos atos normativos emanados da Administração Indireta por meio da distinção conceitual entre regulação e regulamentação²¹.

²¹ DIOGO DE FIGUEIREDO MOREIRA NETO. *Mutações do direito público*. Rio de Janeiro, Renovar, 2006.

A regulamentação é atribuída a chefes de Estado ou Governo e é uma função política, que visa a impor regras de caráter secundário em complementação às normas legais, com o objetivo de explicitá-las e dar-lhes execução. Já a regulação constitui uma função administrativa, que não decorre da prerrogativa do poder político, e sim da “abertura” da lei para que o agente regulador pondere, de forma neutra, conflitos entre os interesses público e privado, sejam eles potenciais ou efetivos.

Assim é que a competência das agências reguladoras não consiste apenas em executar leis.

A função reguladora abrange, mas não se limita a dar *fiel execução às leis* (função regulamentar). Não se trata, pois, de hipótese de *delegação* de poderes legislativos, uma vez que a função reguladora, incluindo-se aqui sua parcela normativa, não compete originalmente ao Poder Legislativo²². A função reguladora não é atribuída especificamente à Administração, ao Legislativo ou ao Judiciário, mas, como a função normativa, está presente em todos os ramos do Estado²³.

Cabe ao Poder Legislativo, por meio de lei, atribuir função regulatória à determinada autarquia especial, bem como fixar a política pública que norteará sua atuação. Logo, não se delegam poderes. A atividade normativa da agência é necessária, neste contexto, à própria implementação da política pública, o que não equivale dizer que a atividade normativa inova apenas na medida em que promove a mera execução da lei. A agência reguladora deve correspondência à política pública democraticamente estabelecida e é por ela limitada no desempenho de suas competências; sua atuação é independente e autônoma, mas sempre limitada pelo marco regulatório pertinente — a lei ou o conjunto de leis que atribuem a função regulatória ou disciplinam o mercado.

Dentro deste contexto, entende-se ultrapassada a concepção tradicional de que a regulação estatal da economia, exercida por meio de autarquias integrantes da Administração Indireta, padeceria de uma insanável inconstitucionalidade formal, em decorrência da violação ao princípio da separação de poderes.

22 SÉRGIO GUERRA, *Controle Judicial ...*, p. 123.

23 LEOPOLDO UBIRATAN CARREIRO PAGOTTO, “Fundamento Constitucional da Atividade Normativa das Autarquias no Direito Brasileiro”. In: MARIA SYLVIA ZANELLA DI PIETRO (org.). *Direito Regulatório. Temas Polêmicos*. Belo Horizonte, Fórum, 2003, pp. 235-294.

Com efeito, a superação da crença liberal clássica de que os mercados, apenas mediante sua auto-regulação, seriam capazes de ordenar a iniciativa privada para produzir riquezas sem qualquer intervenção do poder público passa a conferir ao Direito um papel eminentemente transformador, responsável por mudanças sociais e econômicas e pelo fomento da economia. Tal mudança ocorre, sobretudo, em virtude da atribuição de capacidade normativa a instâncias independentes que, dotadas de capacidade técnica, demonstram-se mais aptas a proferir decisões rápidas, eficientes e, acima de tudo, sem injunção política.

A atuação da CVM, portanto, deve pautar-se pela eficiência de seus atos, procurando, sempre que possível, agir com rapidez; para tanto, precisa ser tratada, a exemplo do que ocorre no sistema jurídico norte-americano — sua inegável fonte de inspiração — como verdadeira instância regulatória que é, cuja capacidade normativa, frente a conceitos indeterminados como *condições artificiais de demanda, manipulação de preço, operações fraudulentas, práticas não equitativas*, revela-se necessária à disciplina eficaz do mercado.

A CVM está, inegavelmente, sujeita ao princípio da legalidade, como todas as demais autarquias de nosso ordenamento. Porém, é inquestionável que, pelas particularidades do mercado que disciplina — o de valores mobiliários —, sua atuação não pode ser comparada à de outras autarquias cuja liberdade de atuação é mais restrita, incapazes de inovar a lei, disciplinar o acesso de agentes privados ao mercado e regular sua conduta.

Não por outra razão, a reforma legislativa de 2001 visou a assegurar a autonomia e a ampliar a competência da CVM, qualificando-a como “*entidade autárquica em regime especial*”, dotada de “*autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, e autonomia financeira e orçamentária*”, extinguindo-se também a incoerente figura da demissibilidade *ad nutum* anteriormente existente²⁴.

7.4. Atuação preventiva da CVM

No exercício de seu *mister*, a CVM deve atuar não só repressivamente, mas também preventivamente, isto é, de maneira a impedir a

24 Sobre o assunto, ver NELSON EIZIRIK, “O Colegiado da CVM e o CRSFN como juízes administrativos: reflexões e revisão”, *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. São Paulo, Revista dos Tribunais, n. 34, out./dez. 2006, pp. 32 e ss.

ocorrência de ilícitos no mercado, resguardando, assim, o interesse dos investidores potencialmente lesados.²⁵

7.4.1. Interrupção do prazo de convocação de AGE

A Lei das S.A., artigo 124, § 5º, inciso I permite que a CVM, em decorrência de pedido de qualquer acionista, proceda ao aumento do prazo de antecedência para publicação do primeiro anúncio de convocação da assembleia geral de companhia aberta, em virtude de operações que sejam objeto da assembleia e que apresentem grau de complexidade a demandar maior prazo para a análise de documentos²⁶.

O inciso II do mesmo artigo possibilita que a CVM, também a pedido de qualquer acionista²⁷, interrompa o prazo de convocação de assembleia geral extraordinária de companhia aberta, a fim de conhecer e analisar as propostas a serem submetidas e, sendo o caso, informar à companhia as razões pelas quais acredita que a deliberação proposta viola dispositivos legais ou regulamentares²⁸.

A CVM vem reconhecendo, em reiteradas decisões, que a interrupção do prazo de convocação, com base no aludido dispositivo legal, somente deve ser deferida nas hipóteses em que possa ser verificada, *a priori* e independentemente de extensa dilação probatória, a existência de ilegalidades flagrantes nas deliberações a serem submetidas à assembleia geral²⁹.

25 A atuação preventiva dos órgãos de mercado encontra-se prevista, no âmbito de atuação do Banco Central do Brasil, desde a edição da Resolução nº 1.065/1985, que estabeleceu que "por força de sua ação preventiva e fiscalizadora, poderá alertar a pessoa física ou jurídica fiscalizada para a falta observada, assinalando-se, se for o caso, prazo razoável para saná-la".

26 Artigo 2º da Instrução CVM nº 372/2002.

27 A CVM já decidiu que não pode proceder, *ex officio*, à interrupção prevista no inciso II do artigo 124, § 5º (Processo CVM nº RJ 2007/3453, Rel. Dir. Sergio Weguelin, j. 18.04.2007).

28 Artigo 3º da Instrução CVM nº 372/2002.

29 No julgamento do Processo nº RJ 2005/5203, julgado em 26.08.2005, o Colegiado da CVM considerou que "o procedimento previsto no art. 124, § 5º, II impõe sérias restrições de tempo às partes envolvidas, para expor seus argumentos, e a este Colegiado, para manifestar seu entendimento sobre a questão e, por isso, deve ser utilizado, tão-somente, nos estritos limites conferidos pela legislação. Assim, entendo que nada que não se relacione com a legalidade ou ilegalidade das deliberações a serem tomadas em assembleia de acionistas deve ser objeto de análise pela CVM neste procedimento" (trecho extraído do voto do Diretor

Ainda que vislumbre a existência de flagrante ilegalidade, a CVM deverá apenas comunicar à Companhia as razões de seu posicionamento. Em decorrência do princípio constitucional da legalidade, a CVM não poderá determinar que seu entendimento prevaleça na assembleia, nem poderá anular a deliberação da assembleia que vier a contrariar tal entendimento. Nestes casos, a CVM, se assim entender, pode dar início a processo sancionador, com direito a ampla defesa e observância do devido processo legal, visando a punir os agentes que procederam da maneira considerada como ilegal.

A aplicação desse mecanismo justifica-se em virtude da constatação de evidente ilegalidade nas propostas submetidas à assembleia geral, não se admitindo que ela seja deferida em casos em que se alega a existência de abuso de poder de controle ou de erros nas avaliações e informações colocadas à disposição dos acionistas, matérias estas que, por sua própria natureza, não podem ser decididas *a priori*, necessitando de uma maior dilação probatória³⁰.

Pedro Marcílio). No Processo CVM nº RJ2004/6498, julgado em 29.10.2004, foi ainda consignado que "em nosso entendimento, essa situação não se enquadra na hipótese prevista no artigo 124, parágrafo 5º, inciso II, da Lei nº 6.404/76. Entendemos, ainda, que, na ordem do dia, não há qualquer irregularidade que possa ser identificada *a priori*" e que "conforme entendimento manifestado pelo Colegiado, em outras oportunidades, 'a atuação na CVM, com base no dispositivo legal em análise, limita-se, conforme a Instrução CVM nº 372/02, à análise das propostas a serem submetidas à assembleia geral'".

30 Isso é o que consta da decisão da CVM no Processo nº RJ 2007/8844, em que alguns acionistas recorreram da decisão da SEP de indeferir o pedido de interrupção do prazo de convocação da assembleia geral: "Adicionalmente, o Colegiado entendeu que qualquer conclusão quanto a eventual conflito de interesses ou benefício particular do acionista controlador, assim como quanto ao exercício abusivo de poder de controle, somente poderá se dar *a posteriori* à deliberação, uma vez que, como já decidido em 18.04.2007, no Processo RJ2007/3453, o art. 124, § 5º da Lei 6.404/76 fala das 'propostas a serem submetidas à assembleia', mas não das deliberações ou votos. Finalmente, o Colegiado salientou que a conduta do acionista controlador pode ser examinada em processo administrativo sancionador, após investigação apropriada, incompatível com o prazo e a natureza cautelar do pedido de interrupção do curso do prazo de antecedência de AGE" (Processo nº RJ 2007/8844, j. 23.07.2007, grifamos). O precedente citado por essa decisão também estabelece: "A CVM deve, portanto, pressupor a validade dos atos societários da acionista controladora na análise da legalidade das propostas a serem submetidas às assembleias de acionistas da Companhia, a não ser que haja decisão judicial que determine de forma provisória ou definitiva que esses atos

Adicionalmente, vale salientar que, ao decidir sobre o pedido de interrupção, cabe à Comissão levar em consideração os possíveis prejuízos que um adiamento da Assembleia Geral destinada a deliberar sobre operações relevantes acarretaria para as companhias envolvidas³¹.

7.4.2. Manifestação de entendimento

A atuação da CVM destina-se também a dar segurança ao mercado, o que pode ser feito por meio das denominadas “manifestações de entendimento”, as quais, embora não expressamente previstas em qualquer dispositivo legal, encontram seu fundamento no artigo 13 da Lei nº 6.385/1976, ao determinar que “a CVM manterá serviço para exercer atividade consultiva ou de orientação junto aos agentes de mercado de valores mobiliários ou qualquer investidor”.

A manifestação de entendimento consiste na divulgação, por parte da CVM, de opiniões sobre possível ocorrência de ilegalidade num caso concreto, assim como sobre a existência de violação de regulamento, norma estatutária, contratual ou proveniente de auto-regulação. Possui, portanto, cunho eminentemente interpretativo e visa a divulgar aos agentes do mercado o entendimento da Comissão sobre os assuntos de sua competência.

Normalmente, a manifestação da CVM é motivada por uma consulta ou reclamação, pressupondo-se que a CVM se pronuncie sobre uma situação concreta. Quando proferida pelo Colegiado, o que ocorre em virtude do recurso previsto no inciso X da Deliberação CVM nº 463, a manifestação vincula a Administração Pública quanto à opinião esposada naquele caso, de forma a não contrariar o próprio princípio

societários são ilegais; *alguns dos argumentos apresentados não foram comprovados documentalmente, necessitando de provas adicionais, e, portanto, não podem ser analisados no âmbito do processo estabelecido pelo art. 124, § 5º, II da Lei 6.404/76*” (Processo nº RJ 2007/3453, j. 18.04.2007, grifamos).

³¹ Inclusive, já entendeu o Colegiado, no julgamento do Processo CVM nº RJ 2002/5907, rel. Dir. Luiz Antonio Sampaio Campos, julgado em 13.08.2002, que: “Quando a companhia convoca uma assembleia para determinada data, parece-me que esta data, em regra, não é escolhida caprichosamente. Há, certamente, toda uma previsão e um custo relacionado, quando mais não seja de recursos humanos, logística e publicação. O simples adiamento da assembleia representa, inegavelmente, um custo para a companhia”.

inspirador da existência de manifestações de entendimento, que é o da segurança jurídica³².

Não se deve confundir a manifestação de entendimento com a figura da “no-action letter” norte-americana — que, aliás, constituiria, caso adotada entre nós, um instrumento interessante para incentivar o exercício da atuação preventiva e consultiva da CVM.

A “no-action letter”, muito embora também divulgue a interpretação que a *Securities and Exchange Commission* (SEC) faz do direito, é sempre motivada pela consulta dos interessados e, a partir da análise de um caso particular, de provável realização fática, permitindo ao mercado prever como a agência exercerá sua função fiscalizatória em situações semelhantes.

Na prática norte-americana, as respostas às consultas dos advogados podem ser resumidas a frases similares a essa: “se seu cliente proceder da forma descrita na sua consulta, não recomendaremos a aplicação de qualquer medida punitiva”. Tais cartas, emitidas pelo quadro técnico da SEC, são disponibilizadas ao público em geral, permitindo que aqueles agentes em situações semelhantes também levem em consideração tal opinião em seu processo de tomada de decisão.

Mediante o uso da “no-action letter”, a SEC exerce, de fato, uma atuação preventiva, pois particulariza as condutas que não espera que ocorram e oferece, como incentivo aos consulentes — e, por analogia, também aos demais agentes do mercado em situações semelhantes —,

³² O então Presidente da Comissão, Marcelo Fernandez Trindade, reflete sobre o que chama de “*guinadas de procedimento ou interpretação*”, explicando que entende ser possível que novas interpretações da lei sejam apenas aplicadas a novos casos, em conformidade com o do inciso XIII do parágrafo único do artigo 2º da Lei 9.784/1999 (“Art. 2º, parágrafo único, XIII — interpretação da norma administrativa da forma que melhor garanta o atendimento do fim público a que se dirige, vedada aplicação retroativa de nova interpretação”). Assim, continua sua exposição, provocada por recurso de manifestação de entendimento proferida pela SEP, ressaltando a importância de uma manifestação da CVM coerente com o histórico por ele traçado no caso concreto. Consigna, por fim, que: “No caso em tela com mais razão se deve privilegiar a segurança jurídica, pois a CVM, examinando requerimento fundado no art. 124 da Lei 6.404/76, manifestou-se sobre a legalidade das deliberações (que incluía a compensação de prejuízos em formação), e tal manifestação, embora não explícita quanto ao tema, pode ser considerada como uma reiteração de um comportamento não repressor da utilização do prejuízo em formação para a redução de capital durante o exercício” (Processos CVM nº RJ 2004/4558, RJ 2004/4559, RJ 2004/4569 e RJ 2004/4583, j. 21.09.2004, grifamos).

a recomendação de não instauração de persecução administrativa (fiscalizatória ou punitiva). Critica-se, no entanto, o "mantra" do quadro técnico da SEC de afirmar que tais cartas não obrigam a Comissão³³.

7.5. Função fiscalizadora da CVM

Como agência reguladora do mercado de valores mobiliários, a CVM detém função de fiscalização desse mercado, de forma a coibir e punir condutas que lhe sejam danosas. Dessa forma, a CVM age imbuída de seu poder de polícia, ou seja, limitando a liberdade individual em prol de um interesse público ou coletivo³⁴.

A noção de poder de polícia remonta à Antiguidade, quando significava "ordenamento político do Estado ou cidade". Após uma ampliação de seu sentido na Idade Média, tal noção atingiu seu apogeu no fim do período absolutista, época em que o Estado realizava intromissão opressiva na vida dos particulares³⁵. A restrição de seu sentido adveio da Revolução Francesa e da Declaração de Virgínia, quando ganharam força os direitos fundamentais do homem, principalmente aqueles em face do Estado. A atual expressão poder de polícia, utilizada pelo ordenamento brasileiro, origina-se do inglês "*police power*", que foi empregado pela primeira vez no julgamento, pela Suprema Corte Americana, do caso *Brown v. Maryland*, em 1827³⁶.

Como se pode observar, o perfil evolutivo do poder de polícia já permite antever duas de suas características: a primeira é a de que ele se origina como um poder do Estado de ordenação social, limitando o indivíduo em prol do coletivo; a segunda é a de que se submete aos princípios da legalidade, impessoalidade, moralidade, publicidade e razoabilidade para que não seja exercido de maneira arbitrária, ferindo os direitos fundamentais do homem.

O poder de polícia pode ser conceituado em sentido amplo e restrito. Naquele, inclui toda e qualquer ação restritiva do Estado em relação aos direitos individuais. Já no sentido estrito, constitui a prerro-

33 NELSON EIZIRIK, "O Colegiado da CVM e o CRSFN ...", p. 37.

34 MARIA SYLVIA ZANELLA DI PIETRO. *Direito Administrativo*. São Paulo, Atlas, 2001, p. 110.

35 ODETE MEDAUAR, "Poder de Polícia", *Revista de Direito Administrativo*. Rio de Janeiro, Renovar, v. 199, jan./mar. 1995, p. 90.

36 CAIO TÁCITO, "Princípio de Legalidade e Poder de Polícia", *Revista de Direito Administrativo*. Rio de Janeiro, Renovar, v. 227, jan./mar. 2002, p. 41.

gativa conferida aos agentes da Administração Pública para restringir e condicionar a liberdade e a propriedade.

No direito positivo brasileiro, há uma definição de poder de polícia contida no Código Tributário Nacional, em seu artigo 78³⁷. O *caput* do artigo ressalta esse aspecto restritivo do direito do particular, a primeira característica antes mencionada. Já o parágrafo único refere-se ao regular exercício dessa prerrogativa estatal, aludindo à competência, à observância do processo legal e à vedação ao abuso ou desvio de poder, aproximando-se do que foi afirmado como sendo a segunda característica do poder de polícia.

O poder de polícia encontra-se submetido a limitações, demarcadas pela ordem jurídica. Genericamente, pode-se falar nos princípios referidos acima como limitantes do exercício daquele poder. Além deles, os direitos fundamentais também cerceiam o seu exercício³⁸.

De fato, o exercício do poder de polícia só será regular se obedecer à ordem jurídica presidida pela Constituição Federal, onde estão inseridos aqueles princípios e os direitos aludidos. Isto é, não se concebe o poder de polícia exercido arbitrariamente.

Nesse sentido, ressalte-se a importância da competência como condição à atuação da Administração; a competência contém a extensão do poder de agir da Administração³⁹. A vinculação do ato, fato ou procedimento realizado pela Administração a um fim público específico também constitui uma das mais relevantes limitações. Não se deixa ao alvedrio do administrador a livre escolha na realização do ato público, como ocorre no caso dos atos jurídicos praticados por particulares⁴⁰.

37 "Art. 78. Considera-se poder de polícia atividade da administração pública que, limitando ou disciplinando direito, interesse ou liberdade, regula a prática de ato ou abstenção de fato, em razão de interesse público concernente à segurança, à higiene, à ordem, aos costumes, à disciplina da produção e do mercado, ao exercício de atividades econômicas dependentes de concessão ou autorização do Poder Público, à tranquilidade pública ou ao respeito à propriedade e aos direitos individuais ou coletivos. Parágrafo único. Considera-se regular o exercício do poder de polícia quando desempenhado pelo órgão competente nos limites da lei aplicável, com observância do processo legal e, tratando-se de atividade que a lei tenha como discricionária, sem abuso ou desvio de poder".

38 ÁLVARO LAZZARINI, "Limites do Poder de Polícia", *Revista de Direito Administrativo*. Rio de Janeiro, Renovar, v. 198, out./dez. 1994, p. 79.

39 CAIO TÁCITO, "Princípio de Legalidade ...", p. 40.

40 CAIO TÁCITO, "Princípio de Legalidade ...", p. 44.

O poder de polícia, ainda que marcado pela característica de ser uma prerrogativa da Administração, encontra-se cerceado, não podendo ser exercido regularmente fora dos limites mencionados. A discricionariedade da Administração na atuação de seu poder de polícia, ou seja, seu juízo de oportunidade e conveniência, não pode importar, portanto, em arbitrariedade⁴¹.

A CVM tem poderes para aplicar a lei de maneira preventiva ou repressiva, pelos meios que lhe foram outorgados pela Lei nº 6.385/1976. O artigo 9º, incisos e § 1º, por exemplo, habilita a CVM a averiguar fatos, investigando-os, e a impor condutas com o objetivo de prevenir ou reprimir danos aos investidores. Portanto, o aludido dispositivo legal expressamente confere à CVM poderes para: (i) examinar os registros contábeis, livros e documentos de companhias, auditores, fundos etc.; (ii) intimar as pessoas arroladas para a prestação de informações; (iii) requisitar informações a outros órgãos públicos; (iv) determinar a republicação de demonstrações financeiras, relatórios e outras informações; (v) apurar atos ilegais, aplicando-lhes penalidades previstas no artigo 11, como será abordado no item específico deste Capítulo; (vi) suspender a negociação de valores mobiliários; (vii) suspender ou cancelar registros; (viii) divulgar informações ou recomendações com o fim de esclarecer ou orientar os participantes do mercado; (ix) proibir aos participantes do mercado a prática de atos que especificar, prejudiciais ao seu funcionamento regular, chamado de *stop order*⁴².

Em conformidade ao Decreto 6.382/2008, enquanto incumbe à Superintendência de Fiscalização Externa (SFI) a realização de inspeções nas entidades integrantes⁴³ do mercado de valores mobiliários (artigo 20), compete à recém-criada Superintendência de Processos

41 JOSÉ CRETTELLA JÚNIOR, "Polícia e Poder de Polícia", *Revista de Direito Administrativo*. Rio de Janeiro, Renovar, v. 198, out./dez. 1994, p. 30.

42 Sobre a inconstitucionalidade da modificação legislativa empreendida pelo Decreto nº 3.995 ao artigo 9º, Lei nº 6.385/1976, remete-se o leitor ao item 7.2. deste Capítulo. Confira-se também MODESTO CARVALHOSA, NELSON EIZIRIK. *A nova lei das S.A. ...*, p. 447.

43 As estatísticas da CVM apontam para um número aproximado de 300 inspeções por ano, tendo sido 313 em 2003, 176 em 2004, 346 em 2005 e 378 em 2006. O número de inquéritos instaurados varia entre 20 e 30, por ano, de 2001 a 2006 (dados obtidos no site da CVM, www.cvm.gov.br/port/relgest/RelGest2006.pdf <http://www.cvm.gov.br/>, acessado em 30.05.2008).

Sancionadores "conduzir, na forma da regulamentação específica, os processos administrativos sancionadores" (artigo 21).

7.6. A CVM e o Poder Judiciário

7.6.1. A CVM como *Amicus Curiae*

Originário do direito constitucional americano, o *amicus curiae* constitui o instituto que permite a interferência de terceiros em processos judiciais que podem afetar a sociedade como um todo.

O artigo 31 da Lei nº 6.385/1976 admite a intervenção da CVM em processos judiciais, nos quais se discutam questões de direito societário e de mercado de capitais, sujeitas, no plano administrativo, à sua competência⁴⁴.

Em nosso ordenamento jurídico, são raros os órgãos judiciais dotados de competência especializada em matéria empresarial, daí a possibilidade conferida à CVM para cooperar com o judiciário visando a melhor adequação de suas decisões a tais questões⁴⁵.

Após receber a intimação judicial, a Procuradoria Federal Especializada da CVM (PFE-CVM) ou a área relacionada ao assunto tratado opinam tecnicamente sobre o tema discutido no processo, fornecendo informações — tais como, jurisprudência administrativa, legislação e doutrina aplicáveis ao caso — com o objetivo de propiciar ao julgador os esclarecimentos necessários à tomada de sua decisão.

44 A CVM pode atuar como *amicus curiae* "nos processos judiciais, de caráter individual, nos quais devam ser apreciadas questões de direito societário sujeitas, no plano administrativo, à competência fiscalizadora dessa autarquia" (ATHOS GUSMÃO CARNEIRO. *Intervenção de Terceiros*. São Paulo, Saraiva, 2003, p. 182).

45 A atuação da CVM como *amicus curiae*, ao contribuir com conhecimento especializado para o julgamento de demandas relacionadas ao mercado de capitais, exerce um papel de grande relevância para o Poder Judiciário. A manifestação da CVM auxilia não só o juiz em sua decisão, mas o mercado como um todo. Segundo afirmou o desembargador do Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro Antônio Carlos Esteves Torres, a norma que prevê a intimação judicial da Procuradoria Especializada da CVM atende ao propósito de auxiliar na prestação do serviço jurisdicional, possibilitando que se decida o caso concreto levando-se em consideração também os interesses do mercado (ANDRÉA HÁFEZ, *Amigo da Corte*, mar. 2006, disponível em www.bovespa.com.br/investidor/juridico/060317nota.asp, acessado em 11.05.2007).

De acordo com o parágrafo primeiro, do artigo 31 da Lei nº 6.385/1976⁴⁶, a CVM será intimada para oferecer parecer ou prestar esclarecimentos após a contestação. Portanto, só será apresentado o parecer do *amicus curiae* após a manifestação das partes. Assim, ao redigir sua manifestação, a CVM tem a possibilidade de conhecer todos os aspectos da questão e as várias versões dos fatos, antes de apresentar o seu posicionamento ao juiz.

Após apresentado parecer ou prestados esclarecimentos, a CVM deverá ser intimada de todos os atos processuais subsequentes, sejam atos de instrução ou de julgamento. Além disso, a Lei nº 6.385/1976 atribui à CVM legitimidade para interpor recursos quando as partes ficarem inertes. O prazo para a interposição de recursos, por parte da CVM, começa a correr, independentemente de nova intimação, no dia imediatamente posterior ao final do prazo conferido às partes⁴⁷⁻⁴⁸.

O artigo 31 da Lei nº 6.385/1976 explicita que a CVM “sempre será intimada” em processos que tenham por objeto matéria incluída em sua competência. Entende-se que quando não é realizada a intimação, nas situações previstas em lei, o processo é anulável, sendo, entretanto, tal irregularidade sanável, já que, ao perceber a falha, o juiz poderá determinar a intimação da CVM⁴⁹.

46 “Art. 31. Nos processos judiciais que tenham por objetivo matéria incluída na competência da Comissão de Valores Mobiliários, será esta sempre intimada para, querendo, oferecer parecer ou prestar esclarecimentos, no prazo de quinze dias a contar da intimação. § 1º A intimação far-se-á, logo após a contestação, por mandado ou por carta com aviso de recebimento, conforme a Comissão tenha, ou não, sede ou representação na comarca em que tenha sido proposta a ação.”

47 “Art. 31 (...) § 2º Se a Comissão oferecer parecer ou prestar esclarecimentos, será intimada de todos os atos processuais subsequentes, pelo jornal oficial que publica expedientes forense ou por carta com aviso de recebimento, nos termos do parágrafo anterior. § 3º A comissão é atribuída legitimidade para interpor recursos, quando as partes não o fizeram. § 4º O prazo para os efeitos do parágrafo anterior começará a correr, independentemente de nova intimação, no dia imediato aquele em que findar o das partes.”

48 Conforme o entendimento de Osvaldo Hamilton Tavares, “com a intervenção da CVM, ocorre sempre uma extensão subjetiva da sentença. Não é a CVM, sujeito da relação jurídica deduzida em Juízo pelas partes, mas de relação jurídica outra que àquele se pretende no resguardo do mercado de valores mobiliários” (OSVALDO HAMILTON TAVARES, “A CVM como *amicus curiae*”, Revista dos Tribunais. São Paulo, Revista dos Tribunais, v. 690, abr. 1993, p. 287).

49 A propósito, decidiu-se que: “Por isso, nos processos judiciais que tenham por objeto matéria incluída na competência da Comissão de Valores Mobiliários, será esta sempre intimada para, querendo, oferecer parecer ou prestar esclareci-

mentos, no prazo de 15 dias a contar da intimação, que deverá ocorrer logo após a contestação, conforme determina o art. 31 da citada lei. Assim, tenho que melhor solução não há senão a de anular o processo, por total afronta a dispositivo de lei federal. Mercê de tais considerações, hei por bem instalar preliminar, de ofício, anulando o processo a partir da f. 250, determinando seja intimada a Comissão de Valores Mobiliários, para o regular prosseguimento do feito” (TAMG, Apelação Cível nº 414.706-4, Rel. Juiz Domingos Coelho, j. 10.12.2003).

Caso o juiz não determine a intimação da CVM, existe a possibilidade das próprias partes solicitarem, por via judicial, a sua manifestação no processo. Ao solicitarem essa intervenção, as partes evidentemente não têm qualquer garantia de que as manifestações da CVM serão favoráveis às suas teses. O ingresso da CVM na demanda judicial busca, independentemente de quem deu origem à sua intervenção, apresentar o seu posicionamento institucional, qualificado, técnico sobre matéria que está no âmbito de sua competência.

Não existe, evidentemente, qualquer obrigação de o juiz seguir o parecer e os esclarecimentos da CVM, podendo divergir de seu entendimento. Contudo, a opinião do órgão regulador do mercado de capitais mostra-se de grande importância para uma boa compreensão das questões de fato e de direito discutidas no processo.

Deve ser ressaltado ainda que o parecer emitido pela CVM não tem caráter vinculante em relação às decisões do seu Colegiado ou de suas áreas técnicas⁵⁰.
Por fim, cabe salientar que os pareceres proferidos pela CVM na condição de *amicus curiae* — cujo número vem se revelando crescente, passando de apenas 8, em 1998, para 32, em 2005 — certamente, por propiciarem um conhecimento mais amplo do mercado, contribuem para a sua maior eficiência e desenvolvimento⁵¹.

50 DANILO ALVES CORRÊA FILHO, “Direito de Recurso. Inaplicabilidade do art. 37 da Lei das S.A. (*Amicus curiae* — Consoante disposto no art. 31 da Lei 6.385/76)”, Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais. São Paulo, Revista dos Tribunais, n. 31, jan./mar. 2006, p. 161.

51 Como observado a respeito por Paulo Cezar Aragão, “creio, francamente, que os memoriais em que a autarquia age como *amicus curiae* representam, a longo prazo, uma das mais eficazes formas pelas quais a atividade didática da CVM se irá desenvolvendo no curso do tempo. Por isso mesmo, a apresentação didática dos conceitos como a orientação do órgão máximo da CVM têm, a meu ver, uma importância fundamental” (PAULO CEZAR ARAGÃO, “A CVM em juízo: limites e possibilidades”, Revista de direito bancário e do mercado de capitais. São Paulo, Revista dos Tribunais, v. 9, n. 34, out./dez. 2006, p. 47).

7.6.2. A CVM e o Ministério Público

Desde sua criação, a CVM tem seu relacionamento com o Ministério Público regulado por dispositivos legais. O artigo 12 da Lei nº 6.385/1976 já previa que, quando o inquérito administrativo concluir-se pela ocorrência de crime de ação civil pública, o Ministério Público deveria ser oficiado⁵² e, mesmo após as reformas sofridas pela Lei, esta redação permaneceu inalterada.

Posteriormente, a Lei nº 7.492/1986, em seu artigo 28⁵³, também determinou que, quando no exercício de suas atribuições legais, a CVM verificar a ocorrência de crimes contra o sistema financeiro nacional, deverá informar ao Ministério Público e enviar os documentos necessários à comprovação do fato. Ademais, o parágrafo único do artigo 26⁵⁴ da mesma Lei possibilita que a CVM atue como assistente quando o crime estiver relacionado às atividades sujeitas à sua fiscalização.

A comunicação ao Ministério Público de indícios de crimes de ação pública observados pela CVM também foi prevista no artigo 9º da Lei Complementar nº 105/2001⁵⁵, que estabelece que, se a CVM,

52 "Art. 12. Quando o inquérito, instaurado de acordo com o § 2º do art. 9º, concluir pela ocorrência de crime de ação pública, a Comissão de Valores Mobiliários oficiará ao Ministério Público, para a propositura da ação penal."

53 "Art. 28. Quando, no exercício de suas atribuições legais, o Banco Central do Brasil ou a Comissão de Valores Mobiliários — CVM, verificar a ocorrência de crime previsto nesta lei, disso deverá informar ao Ministério Público Federal, enviando-lhe os documentos necessários à comprovação do fato."

54 "Art. 26. A ação penal, nos crimes previstos nesta lei, será promovida pelo Ministério Público Federal, perante a Justiça Federal. Parágrafo único. Sem prejuízo do disposto no art. 268 do Código de Processo Penal, aprovado pelo Decreto-lei nº 3.689, de 3 de outubro de 1941, será admitida a assistência da Comissão de Valores Mobiliários — CVM, quando o crime tiver sido praticado no âmbito de atividade sujeita à disciplina e à fiscalização dessa Autarquia, e do Banco Central do Brasil quando, fora daquela hipótese, houver sido cometido na órbita de atividade sujeita à sua disciplina e fiscalização."

55 "Art 9º — Quando, no exercício de suas atribuições, o Banco Central do Brasil e a Comissão de Valores Mobiliários verificarem a ocorrência de crime definido em lei como de ação pública, ou indícios da prática de tais crimes, informarão ao Ministério Público, juntando à comunicação os documentos necessários à apuração ou comprovação dos fatos. § 1º — A comunicação de que trata este artigo será efetuada pelos Presidentes do Banco Central do Brasil e da Comissão de Valores Mobiliários, admitida delegação de competência, no prazo máximo de quinze dias, a contar do recebimento do processo, com manifestação

no exercício de suas competências legais, verificar a ocorrência ou indícios de prática de crimes definidos em lei como de ação pública, deverá, em tais situações, informar ao Ministério Público.

Em muitos casos, o Ministério Público, após receber da CVM autos de processos administrativos sancionadores, oferece logo denúncia contra os envolvidos, sem individualizar a conduta de cada um como ordena o artigo 41 do Código de Processo Penal, invocando, para tanto, o § 5º do artigo 39 do mesmo diploma, que autoriza a dispensa do inquérito policial se "*com a representação forem oferecidos elementos que o habilitem a promover a ação penal*".

Há dúvidas, no âmbito da CVM, sobre o momento adequado para o fornecimento das informações legalmente demandadas — se a qualquer tempo ou somente após a decisão do processo administrativo. Ao regular a comunicação ao Ministério Público, a Deliberação CVM nº 457/2002 apenas estabelece que a comunicação seja enviada quando constatados indícios de crimes, sem determinar se deve ser esperada ou não a decisão administrativa em relação ao caso⁵⁶. Cabe à Procuradoria da Federal especializada da CVM a elaboração de Parecer referente a tal comunicação⁵⁷.

A comunicação ao Ministério Público, a princípio, só deve ser realizada após o término do processo em seu âmbito administrativo para que não sejam prestadas informações duvidosas ou incorretas⁵⁸. En-

dos respectivos serviços jurídicos. § 2º — Independentemente do disposto no caput deste artigo, o Banco Central e a Comissão de Valores Mobiliários comunicarão aos órgãos públicos competentes as irregularidades e os ilícitos administrativos de que tenham conhecimento, ou indícios de sua prática, anexando os documentos pertinentes."

56 "Art. 1º (...) § 1º Fica igualmente delegada à Superintendência Geral a competência para efetuar as comunicações pertinentes: (...) II — ao Ministério Público, quando constatada a existência de indícios de crime de ação penal pública."

57 "Art. 1º (...) § 2º A PFE emitirá parecer sobre a comunicação ao Ministério Público de possíveis indícios de crime de ação penal pública e sobre quaisquer outras propostas de comunicação."

58 Nesse sentido, o entendimento de Tércio Lins e Silva: "Os investigados pela [CVM] têm o direito de se defender e ser julgados pelo seu Colegiado antes que qualquer das informações lá investigadas seja remetida para outro órgão. Até mesmo porque o Colegiado da instituição, ao final do procedimento administrativo, pode entender tanto pela ocorrência de infração administrativa (que não necessariamente terá implicações na esfera penal), como também pela total improcedência dos indícios que ensejaram a atuação da CVM. (...) Trata-se de verda-

tretanto, temendo a ocorrência de prescrição, a CVM vem, em muitos casos, oficiando o MP antes da conclusão do processo sancionador.⁵⁹ Tal procedimento é inaceitável, uma vez que a comunicação prematura pode causar danos sem qualquer fundamento ao indiciado em processo administrativo⁶⁰.

Outro exemplo de atuação conjunta entre CVM e Ministério Público diz respeito, na esfera cível, à Lei nº 7.913/1989, que instituiu um regime específico para a hipótese de ajuizamento de ação civil pública destinada à repressão de danos causados aos investidores no mercado de valores mobiliários.

A Lei nº 7.913/1989 disciplina de maneira específica o uso da

deiro disparate a remessa prévia das informações obtidas pela CVM ao Ministério Público. Tal atitude expõe os investidores e transforma o mercado de capitais em uma área insegura de atuação, disseminando o medo através da ameaça penal" (TÉCIO LINS E SILVA. *Tribuna do Advogado* — OAB/RJ. Rio de Janeiro, OAB-RJ, ano XXXV, n. 454, abr. 2007).

59 Justificando a adoção de tal posicionamento, a manifestação da Procuradoria Jurídica da CVM, em Parecer datado de 04.07.2007 argumenta que: "(...) *cinge-se a função do Procurador Federal — no exercício do controle de legalidade — a uma análise formal da presença do conjunto probatório mínimo (indícios de autoria e materialidade) e acaso verificada sua existência, tem o membro da AGU a obrigação funcional — sob pena de responsabilização pessoal, ex vi do disposto nos artigos 9º da Lei Complementar nº 105/2001 e 12 da Lei nº 6385/1976 — de propugnar pelo envio do expediente ao Parquet Federal, para que este formule sua opinião delicti (...).*"

60 Como observa, a respeito, Luís Roberto Barroso: "a comunicação ao Ministério Público para fins penais só deve ocorrer quando as autoridades administrativas dispuserem de elementos de suspeita relevantes acerca do crime (...) a exceção ao mandamento da inviolabilidade da honra e da imagem do indivíduo só deve ser admitida quando haja um fundamento razoável; essa a conclusão da ponderação dos princípios em exame. Antes do percurso próprio do processo administrativo, antes que os envolvidos apresentem seus argumentos, não é razoável autorizar a comunicação (e a consequente instauração de um inquérito criminal) que gerará um dano certo à imagem e ao bom nome dos acusados. Basta mencionar que, ao longo do processo administrativo, diante dos elementos apresentados pelos envolvidos e das provas produzidas, a Administração poderá se convencer de que não há indício de crime algum e de que sequer houve ilícito administrativo. A comunicação prematura teria causado um dano sem qualquer fundamento ao acusado (...)" (LUÍS ROBERTO BARROSO, "Banco Central e Receita Federal — Comunicação ao Ministério Público para fins penais. Obrigatoriedade da conclusão prévia do processo administrativo", *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*. São Paulo, Revista dos Tribunais, n. 17, jul./set. 2002, pp. 196 e ss.).

ação civil pública no âmbito do mercado de capitais e elenca as causas de pedir que darão ensejo à reparação judicial dos danos sofridos pelos investidores. A enumeração legal, contudo, não é taxativa, como se depreende da leitura da expressão "*especialmente quando decorrerem de*", constante do *caput* do artigo 1º. Assim, além das condutas exemplificadas, a Lei será aplicável também a outras operações, desde que tenham ocorrido no âmbito do mercado.

A Lei nº 7.913/1989 confere legitimidade ao Ministério Público para, de ofício ou por solicitação da CVM, adotar as medidas judiciais cabíveis para evitar prejuízos ou obter ressarcimento aos danos causados aos investidores do mercado⁶¹. A CVM pode, entretanto, na forma do artigo 5º, § 2º, da Lei nº 7.347/1985, habilitar-se como litisconsorte do Ministério Público ou atuar como seu assistente processual.

A CVM tem utilizado o meio processual que lhe faculta a Lei nº 7.347/1985 para, em cooperação com o Ministério Público, coibir a prática de ilícitos no âmbito do mercado de capitais, destacando-se, a propósito, a sua atuação na repressão do uso indevido de informações privilegiadas⁶².

61 "Art. 1º Sem prejuízo da ação de indenização do prejudicado, o Ministério Público, de ofício ou por solicitação da Comissão de Valores Mobiliários — CVM, adotará as medidas judiciais necessárias para evitar prejuízos ou obter ressarcimento de danos causados aos titulares de valores mobiliários e aos investidores do mercado, especialmente quando decorrerem de: I — operação fraudulenta, prática não equitativa, manipulação de preços ou criação de condições artificiais de procura, oferta ou preço de valores mobiliários; II — compra ou venda de valores mobiliários, por parte dos administradores e acionistas controladores de companhia aberta, utilizando-se de informação relevante, ainda não divulgada para conhecimento do mercado, ou a mesma operação realizada por quem a detenha em razão de sua profissão ou função, ou por quem quer que a tenha obtido por intermédio dessas pessoas; III — omissão de informação relevante por parte de quem estava obrigado a divulgá-la, bem como sua prestação de forma incompleta, falsa ou tendenciosa."

62 O exemplo mais conhecido de tal atuação, amplamente divulgado pela mídia, é o "caso Ipiranga", em que as instituições investigam a ocorrência de transações suspeitas com papéis da Refinaria Ipiranga, assim como da Distribuidora Ipiranga. Ajuizada ação cautelar pelo *Parquet*, tendo a CVM como litisconsorte, foi obtida medida liminar bloqueando contas de investidores suspeitos de operar com base em informações privilegiadas. Posteriormente, contra as mesmas pessoas, foi ajuizada ação civil pública de responsabilidade por danos causados aos titulares de valores mobiliários e aos investidores do mercado, ação esta que corre presentemente em segredo de justiça. Informações obtidas em <http://www.cvm.gov.br/> e <http://www.pgr.mpf.gov.br>.

O Ministério Público e a CVM firmaram, em 12 de maio do presente ano, convênio institucionalizando sua atuação conjunta na repressão ao *insider trading*, o qual prevê a troca de informações e conhecimento especializado, de modo a conferir agilidade à sua atuação preventiva e repressiva.

7.7. O processo administrativo sancionador

7.7.1. O devido processo legal

O direito administrativo sancionador, na esfera da disciplina do sistema financeiro e do mercado de capitais, constitui reflexo do exercício do poder de polícia do Estado sobre as atividades desenvolvidas pelos particulares, como agente normativo e regulador, nos termos do artigo 174 da Constituição⁶³.

As garantias conferidas aos particulares decorrem da constatação de que o poder punitivo atribuído à Administração Pública somente pode ser considerado legítimo na medida em que se confira aos acusados em processos administrativos prerrogativas da mesma natureza daquelas existentes no âmbito do Direito Penal.

Embora inexistissem, até 1999, quando da edição da Lei n° 9.784 — que disciplinou o processo administrativo sancionador no âmbito da administração pública federal —, dispositivos específicos sobre a matéria, é inequívoco que as garantias assecuratórias do devido processo legal, em sua acepção mais ampla, sempre constituíram direito subjetivo público do acusado em qualquer processo administrativo sancionador, decorrente de dispositivo constitucional expresso (artigo 5°, inciso LV da Constituição Federal). O inciso LIV do artigo 5° da Constituição também estabelece que ninguém será privado da liberdade ou de seus bens sem o devido processo legal.

Em nosso sistema jurídico, todas as normas que impõem penalidades — entre as quais as do direito administrativo sancionador — submetem-se aos mesmos princípios exegéticos consagrados no Direito

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

Penal, de maneira a assegurar aos indivíduos submetidos ao poder de polícia estatal as garantias do devido processo legal.

Verifica-se, pois, uma fundada preocupação em assegurar ao administrado o mais amplo direito de defesa em processos administrativos sancionadores, o que se justifica pela dupla função desempenhada pelo ente público em sua simultânea atuação na condição de autor e de juiz⁶⁴. Em processos sancionadores, diversamente do que ocorre nos judiciais, a administração acusa e julga; daí a necessidade de rigor absoluto, por sua parte, no atendimento dos princípios que asseguram ao administrado o mais amplo direito de defesa.

A amplitude das normas constitucionais que impõem o devido processo legal é de tal magnitude que não pode sofrer qualquer tipo de restrição, seja por parte da Lei, seja pela atuação da autoridade administrativa⁶⁵. De fato, a defesa pela metade presta-se mais como instrumento de acusação do que como esforço em benefício do acusado⁶⁶, ou seja, defesa restrita não constitui defesa.

A garantia do devido processo legal no processo administrativo sancionador reveste-se de extremo rigor, somente podendo ser cominadas penalidades mediante processo regular em que seja facultada ao interessado a mais ampla defesa⁶⁷. A cláusula do *due process of law*, nesse contexto, opera, conjuntamente com o princípio da legalidade, como autêntica salvaguarda contra apenações arbitrárias.

Ainda que as sanções penais sejam diversas das administrativas, como em ambas prevalece a atuação punitiva do Estado, as causas de justificação e de isenção da pena consagradas pelo Direito Penal devem ser reconhecidas na esfera do processo sancionador. Daí decorre uma nítida tendência de jurisdicionalização do processo administrativo, quando de cunho sancionador, com o objetivo de assegurar ao administrado o mais amplo direito de defesa.

64 RENATO MARTINS PRATES, “O Processo Administrativo e a Defesa do Administrado”, *Revista de Direito Público*. São Paulo, Revista dos Tribunais, n. 86, abr./jun. 1988, p. 131.

65 PAULO BROSSARD, “Defesa do Consumidor. Atividade do Ministério Público. Incursão em operações bancárias e quebra do sigilo. Impossibilidade de Interferência”, *Revista dos Tribunais*. São Paulo, Revista dos Tribunais, v. 718, ago. 1995, p. 93.

66 JOSÉ ARMANDO DA COSTA. *Teoria e Prática do Processo Administrativo Disciplinar*. São Paulo, Saraiva, 1984, p. 70.

67 CARLOS ROBERTO DE SIQUEIRA CASTRO. *O Devido Processo Legal e a Razoabilidade das Leis na Nova Constituição*. Rio de Janeiro, Forense, 1989, p. 347.