

**XXIV CONGRESSO NACIONAL DO
CONPEDI - UFMG/FUMEC/DOM
HELDER CÂMARA**

DIREITO EMPRESARIAL II

ISABEL CHRISTINE SILVA DE GREGORI

VIVIANE COÊLHO DE SÉLLOS KNOERR

ALEXANDRE BUENO CATEB

Todos os direitos reservados e protegidos.

Nenhuma parte deste livro poderá ser reproduzida ou transmitida sejam quais forem os meios empregados sem prévia autorização dos editores.

Diretoria – Conpedi

Presidente - Prof. Dr. Raymundo Juliano Feitosa – UFRN

Vice-presidente Sul - Prof. Dr. José Alcebíades de Oliveira Junior - UFRGS

Vice-presidente Sudeste - Prof. Dr. João Marcelo de Lima Assafim - UCAM

Vice-presidente Nordeste - Profa. Dra. Gina Vidal Marcílio Pompeu - UNIFOR

Vice-presidente Norte/Centro - Profa. Dra. Julia Maurmann Ximenes - IDP

Secretário Executivo - Prof. Dr. Orides Mezzaroba - UFSC

Secretário Adjunto - Prof. Dr. Felipe Chiarello de Souza Pinto – Mackenzie

Conselho Fiscal

Prof. Dr. José Querino Tavares Neto - UFG /PUC PR

Prof. Dr. Roberto Correia da Silva Gomes Caldas - PUC SP

Profa. Dra. Samyra Haydêe Dal Farra Napolini Sanches - UNINOVE

Prof. Dr. Lucas Gonçalves da Silva - UFS (suplente)

Prof. Dr. Paulo Roberto Lyrio Pimenta - UFBA (suplente)

Representante Discente - Mestrando Caio Augusto Souza Lara - UFMG (titular)

Secretarias

Diretor de Informática - Prof. Dr. Aires José Rover – UFSC

Diretor de Relações com a Graduação - Prof. Dr. Alexandre Walmott Borgs – UFU

Diretor de Relações Internacionais - Prof. Dr. Antonio Carlos Diniz Murta - FUMEC

Diretora de Apoio Institucional - Profa. Dra. Clerilei Aparecida Bier - UDESC

Diretor de Educação Jurídica - Prof. Dr. Eid Badr - UEA / ESBAM / OAB-AM

Diretoras de Eventos - Profa. Dra. Valesca Raizer Borges Moschen – UFES e Profa. Dra. Viviane Coêlho de Séllos Knoerr - UNICURITIBA

Diretor de Apoio Interinstitucional - Prof. Dr. Vladimir Oliveira da Silveira – UNINOVE

D598

Direito empresarial II [Recurso eletrônico on-line] organização CONPEDI/UFMG/ FUMEC/Dom Helder Câmara;

coordenadores: Isabel Christine Silva De Gregori, Viviane Coêlho de Séllos Knoerr, Alexandre Bueno Cateb – Florianópolis: CONPEDI, 2015.

Inclui bibliografia

ISBN: 978-85-5505-102-9

Modo de acesso: www.conpedi.org.br em publicações

Tema: DIREITO E POLÍTICA: da vulnerabilidade à sustentabilidade

1. Direito – Estudo e ensino (Pós-graduação) – Brasil – Encontros. 2. Empresas – Legislação. I. Congresso Nacional do CONPEDI - UFMG/FUMEC/Dom Helder Câmara (25. : 2015 : Belo Horizonte, MG).

CDU: 34



XXIV CONGRESSO NACIONAL DO CONPEDI - UFMG/FUMEC /DOM HELDER CÂMARA

DIREITO EMPRESARIAL II

Apresentação

O GT DIREITO EMPRESARIAL II contou com 28 artigos muito bem elaborados por pesquisadores de todo o Brasil. Com satisfação, pudemos participar de debates acalorados entre os participantes. A opinião corrente é a de que o Direito Empresarial não pode ser analisado como um ramo de proteção de classes, mas como um mecanismo de crescimento e desenvolvimento econômico.

Preocupados com os rumos recentes pelos quais vem passando o país, em que a crise política se soma à recessão que perdura por mais de um ano, os participantes foram uníssomos em afirmar a necessidade de se garantir à classe empresarial, por meio de instituições fortes e seguras, meios para incentivar o investimento no setor produtivo brasileiro.

O TERMO DE COMPROMISSO COMO INSTRUMENTO REGULATÓRIO DO MERCADO DE CAPITAIS

THE CONSENT DECREE AS A REGULATORY INSTRUMENT OF CAPITAL MARKET

Abel Rafael Soares
Vinicius Figueiredo Chaves

Resumo

Apoiado em pesquisa bibliográfica, documental e de levantamento de dados, realiza-se uma abordagem sobre a disciplina jurídica do mercado de capitais, tendo como base a análise crítica do instrumento regulatório conhecido como termo de compromisso (acordo substitutivo). Parte-se do esclarecimento de noções gerais sobre as funções e segmentos do mercado de capitais, seguida da apresentação dos principais fundamentos do conjunto de prescrições jurídicas que o disciplinam. Na sequência, expõem-se algumas características do órgão regulador brasileiro, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), sendo explicitadas suas funções e poderes, com exame do arcabouço regulatório do processo administrativo sancionador (PAS). Percebeu-se que, em conformidade com o art. 11, § 5º, da Lei nº 6.385/76, as normas regulatórias editadas pela CVM, que regem o PAS nos ritos ordinário e sumário, prescrevem que, quando da intimação dos acusados, advirá a advertência de que estes poderão propor a celebração de termo de compromisso. Aceita a proposta e cumprido o acordo, este não importará confissão quanto à matéria de fato, nem reconhecimento de ilicitude da conduta analisada. Do exame dos PAS instaurados entre 2009 e 2014, chegou-se ao número total de 405 termos aprovados pelo órgão regulador, resultados que caracterizam uma acentuada utilização deste instrumento regulatório. Do que foi analisado, conclui-se que, embora o acordo possa ser compreendido como um importante mecanismo no âmbito da regulação do mercado de capitais, o seu uso demasiado implica em desvirtuamento de suas finalidades, dos fundamentos da disciplina normativa do mercado e do conjunto de funções atribuídas à CVM.

Palavras-chave: Mercado de capitais, Regulação, Processo administrativo sancionador, Termo de compromisso

Abstract/Resumen/Résumé

Supported by literature research, document and data collection, it is carried out an approach to the legal regulation of capital market, based on the review of regulatory instrument known as consent decree. It starts from clarification of general notions about roles and segments of capital market, followed by the presentation of main foundations of the set of legal provisions that rules it. In the sequence, some characteristics of the Brazilian regulator, the Securities and Exchange Commission (CVM), are presented, been explained its functions

and powers, accompanied by the examination of regulatory framework of administrative sanctioning proceedings (PAS). It was noticed that, in accordance with Article 11, § 5 of Law No. 6.385/76, the rules issued by CVM, which governs PAS in ordinary and summary rites, prescribe that, when summons to an accused, a warning they may propose a term of commitment will follow. Anyways, once an offer is accepted and an agreement is in place, it does not imply into a confession to the facts nor a recognition of the illicit nature of investigated conduct. As of the examination of already established PAS between 2009 and 2014, it is found total number of 405 terms approved by the regulator, results that feature a wide use of this regulatory instrument. From all that is analyzed, it is concluded that, although such an agreement can be recognized as an important mechanism in the context of capital market regulation, its excessive use implies to a distortion of its purposes, of foundations of normative discipline of the market, and of the set of functions assigned to the CVM.

Keywords/Palabras-claves/Mots-clés: Capital market, Regulation, Administrative sanctioning proceedings, Consent decree

Introdução

A disciplina jurídica do mercado de capitais é um tema crescentemente discutido nas últimas décadas, nos âmbitos legal e regulatório. No aspecto regulatório, têm-se materializado as mais diversas discussões sobre o poder normativo dos órgãos reguladores, assim como seus papéis, formas de atuação e exercício das funções fiscalizatória e sancionatória da atuação dos agentes econômicos perante os mercados.

No Brasil, as relações entre o órgão regulador do mercado de capitais, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), e os agentes de mercado tem se modificado ao longo dos anos, com uma maior aproximação decorrente do surgimento de instrumentos como a audiência pública e o termo de compromisso (acordo substitutivo), que caracterizam uma maior abertura do sistema normativo. Em relação ao acordo substitutivo, a autoridade se encontra autorizada por lei até mesmo a negociar com os acusados, para suspender e encerrar processos, o que caracteriza reação alternativa (celebração de termo de compromisso) à pura e simples aplicação de penalidades (advertências, multas, suspensões etc) previstas em lei.

A academia não pode ficar à margem deste debate, sendo premente estudar as questões que lhe são direta ou indiretamente relacionadas. Inaugura-se, assim, uma nova e instigante linha de pesquisa, a qual tem o termo de compromisso (TC) como pano de fundo a subsidiar inúmeras discussões teórico-conceituais, tanto do ponto de vista das reflexões sobre a conveniência do modelo, em si, como também no que diz respeito à adequação da forma de sua utilização pelo órgão regulador. Dada à relevância do tema, justificam-se abordagens e análises específicas acerca do assunto.

Neste sentido, formula-se o seguinte problema de pesquisa, o qual se buscará responder com a investigação: as previsões nos âmbitos legal e regulatório, que contemplam a possibilidade de o acusado, no âmbito do processo administrativo sancionador (PAS), propor a celebração de termo de compromisso, por si só, tornam oportuna e conveniente a aprovação, pela CVM, de acordos substitutivos em demasiada escala?

Visando nortear a pesquisa, fez-se revisão da literatura já publicada sobre o tema geral (considerando a interdisciplinaridade que lhe é inerente) e também acerca do recorte específico proposto. A investigação foi acrescida de busca documental nos planos legal e regulatório, assim como levantamento, consolidação e análise de dados empíricos sobre os termos de compromisso celebrados pelo órgão regulador brasileiro, no período compreendido entre 2009

e 2014. Os dados consolidados foram transformados em gráficos e inseridos ao trabalho, a fim de facilitar a compreensão do leitor.

O objetivo geral da investigação é realizar uma abordagem sobre a disciplina jurídica do mercado de capitais, tendo como base a análise crítica do instrumento regulatório conhecido como termo de compromisso, no sentido de buscar subsídios que permitam a construção de uma resposta adequada ao problema de pesquisa formulado.

O trabalho se encontra dividido da seguinte forma: i) revisão da literatura sobre as funções e segmentos do mercado de capitais, dos principais fundamentos do conjunto de prescrições jurídicas que o disciplinam, assim como das características do órgão regulador brasileiro, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM); ii) exame dos fundamentos legais e do arcabouço regulatório do processo administrativo sancionador (PAS), com foco no mecanismo conhecido como termo de compromisso (acordo substitutivo); iii) levantamento de dados empíricos sobre os termos de compromisso celebrados no período compreendido entre os anos de 2009 e 2014, sendo as informações consolidadas e reunidas em gráficos inseridos no corpo do trabalho, com detalhamento dos números de acordos celebrados em cada ano; iv) análise crítica da forma de utilização deste instrumento regulatório pela Comissão de Valores Mobiliários.

Breves noções sobre o mercado de capitais

O mercado de capitais, também conhecido como “de valores mobiliários”, engloba as mais diversas operações com valores mobiliários¹ de emissão de sociedades anônimas de capital aberto, com o objetivo principal de obter financiamento para as companhias já existentes ou que estejam sendo constituídas, e assim possibilitar o desenvolvimento de seus projetos empresariais.

O mercado propicia um ambiente que põe em contato diversos sujeitos econômicos: de um lado, agentes poupadores, que possuem recursos em excesso; de outro, agentes tomadores, que necessitam de capital; há também aqueles que simplesmente procuram investir os recursos de que dispõem mediante a aquisição de títulos, com finalidade de obtenção de

¹ No Brasil, não existe um conceito legal que defina valor mobiliário. No artigo 2º da Lei 6.835/76, foi inserido um rol exemplificativo, que inclui uma série de títulos de naturezas diversas, como as ações, debêntures e bônus de subscrição, entre outros.

rentabilidade para o capital investido. Trata-se, assim, de fator importante no processo de mobilização de recursos e de sua canalização para os investimentos².

No mercado primário, opera-se o lançamento de valores mobiliários emitidos pelas companhias, operações que implicam na oferta de novos títulos ao público investidor³. Quem os vende, portanto, são as próprias companhias emissoras, que irão utilizar o produto da venda para financiar seus investimentos⁴. Como advertem ELIAS e GAMA, a função primordial deste segmento consiste na captação de recursos para os agentes econômicos mediante a emissão⁵ destes títulos, que podem ser subscritos pelos próprios acionistas ou colocados em oferta pública, a partir da qual qualquer investidor poderá adquiri-los⁶.

Por sua vez, o mercado secundário⁷ “registra unicamente a transferência de propriedade dos títulos, não impactando diretamente nos fluxos de recursos disponíveis às sociedades emitentes”⁸. Este segmento de negociação permite ao investidor converter o investimento realizado, transformando-o novamente em dinheiro⁹, para assim reaver o capital aplicado, possibilitando liquidez¹⁰ aos ativos adquiridos no mercado primário. Neste sentido, o

² VASCONCELLOS, Marco Antonio Sandoval de; GARCIA, Manuel E. *Fundamentos de Economia*. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2005, p. 213.

³ KÜMPEL, Siegfried. *Direito do Mercado de Capitais* – do ponto de vista do direito europeu, alemão e brasileiro. Rio de Janeiro: Renovar, 2007, p. 68.

⁴ ASSAF NETO, Alexandre. *Mercado financeiro*. 11. ed. São Paulo: Atlas, 2012, p. 200.

⁵ A emissão pública deve ser realizada, em regra, com a intermediação de instituições integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários, conhecidas como “intermediárias”, tais como bancos de investimento, sociedades corretoras e sociedades distribuidoras. O referido processo é chamado de *underwriting*. Normalmente se forma um “pool” de instituições para a operação. A participação em questão é fundamental ao sucesso da colocação pública, pois as instituições auxiliam diretamente os emissores no cumprimento das exigências e requisitos formulados pela Comissão de Valores Mobiliários no que tange às ofertas de distribuição.

⁶ ELIAS, Luiz Antônio Rodrigues; GAMA, Eduardo Guimarães. O mercado de ações no Brasil. In: CASTRO, Hélio Oliveira Porto Carrero de (Coord.). *Introdução ao mercado de capitais*. Rio de Janeiro: IBMEC, 1979, p. 137.

⁷ O mercado secundário funciona principalmente nas bolsas de valores, instituições administradoras de mercados, onde são efetuadas operações envolvendo valores mobiliários. As Bolsas de Valores integram o sistema de distribuição de valores mobiliários, sob a supervisão do órgão regulador. A elas cabe propiciar um ambiente adequado à realização de negócios com valores mobiliários, além de atuar como órgão auxiliar na fiscalização dos respectivos membros e das operações com valores mobiliários nela realizadas, bem como evitar a manipulação de preços e detectar movimentos anormais de mercado, entre outras funções.

⁸ GOULART, André Moura Cintra; LIMA, Geraldo Augusto Sampaio Franco de; GREGÓRIO, Jaime. Mercado de renda variável. In: LIMA, Iran Siqueira; LIMA, Geraldo Augusto Sampaio Franco de; PIMENTEL, Renê Coppe (Org.). *Curso de mercado financeiro: tópicos especiais*. São Paulo: Atlas, 2006, p. 28.

⁹ LAMEIRA, Valdir de Jesus. *Mercado de Capitais*. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 2003, p. 123.

¹⁰ A liquidez é um conceito econômico que, em linhas gerais, indica a possibilidade de transformação de um ativo em dinheiro. Trata-se de um dos fatores que tornam o mercado de capitais atrativo aos olhos dos investidores, na medida em que lhes permite negociar a sua titularidade a qualquer tempo, junto a outros investidores interessados na sua aquisição. Quanto maior a facilidade de negociação de um determinado ativo a preço de mercado, maior será a sua liquidez.

mercado de negociação é de fundamental para a garantia do sucesso de uma determinada emissão e, num contexto mais amplo, do próprio mercado primário.

O Direito do Mercado de Capitais

O Direito do Mercado de Capitais constitui o conjunto de prescrições jurídicas que disciplinam as operações realizadas pelos agentes econômicos que atuam e transacionam no mercado. De acordo com a doutrina de KÜMPEL, é possível identificar três pontos principais como objeto de sua regulamentação, sendo que o de maior relevância engloba a organização jurídica de certos segmentos do mercado e a determinação das condições para a negociação de valores mobiliários, com vistas à proteção de sua capacidade funcional. Segundo o autor, este ramo da ciência jurídica pertence ao Direito Econômico e é penetrado fortemente por normas de Direito Público, em função do acentuado interesse coletivo no que diz respeito à existência de mercados tão eficientes quanto possível¹¹. Assim, seriam dois os objetivos primordiais da regulamentação do Direito do Mercado de Capitais: i) a proteção da sua capacidade funcional (escopo prioritário); e, em decorrência, ii) a proteção do investidor¹².

A proteção da capacidade funcional do mercado, enquanto bem jurídico a ser prioritariamente protegido, em busca da maximização de sua eficiência, requer a aplicação de algumas medidas adequadas: i) capacidade funcional institucional (que consiste nas condições básicas para a existência de uma série de mecanismos eficientes nos diversos segmentos do mercado, a partir de sua abertura de forma a possibilitar o acesso da oferta e da demanda, e assim permitir a canalização da maior parte possível dos capitais ao mercado e a sua captação pelos agentes econômicos, suprindo as suas necessidades de financiamento. Como condições jurídicas básicas, medidas voltadas à preservação e incremento da confiança dos investidores, aspecto que dependerá da transparência, estabilidade, tratamento equitativo no acesso às informações, justiça e integridade dos segmentos de mercado, que estariam relacionadas a dever de igual tratamento relativo ao direito das informações privilegiadas, transparência da estrutura acionária das companhias, regras de conduta para os intermediários do mercado, assim como a fiscalização estatal do mercado); b) capacidade funcional operacional (relacionada à necessidade de redução de custos para emitentes de valores mobiliários e também para os investidores, já que a questão dos custos afeta diretamente as decisões de ambas as partes. É preciso, assim, diminuir tanto as despesas dos emitentes quando da colocação dos valores

¹¹ KÜMPEL, *op. cit.*, p. 4-8.

¹² *Ibid*, p. 21-37.

mobiliários no mercado, quanto os encargos financeiros do público investidor); e c) capacidade funcional alocativa (no sentido de assegurar que os recursos/capitais, considerada a sua escassez, sejam fluídos para as alternativas mais relevantes do ponto de vista do desenvolvimento, impulsionando a execução de projetos transformadores da realidade social).

Por seu turno, a proteção do investidor, como bem jurídico adicional, desdobraria-se na defesa, por intermédio do Direito do Mercado de Capitais: a) do conjunto indeterminado de investidores (a defesa do público investidor, atual e também futuro, visto que o potencial de realização de negócios é de extrema importância para a liquidez do mercado, com reflexos positivos na sua capacidade funcional); e b) proteção excepcional do interesse individual do investidor, por meio de pretensões de reparação de danos (proteção jurídica em benefício dos investidores, individualmente, por ocasião dos negócios de compra e venda de valores mobiliários realizados, e não do público investidor em geral)¹³.

O Direito do Mercado de Capitais, portanto, irá englobar normas provenientes do Poder Legislativo e as chamadas normas regulatórias, criadas por órgãos especiais constituídos para o exercício de funções específicas no âmbito dos mercados de capitais. No Brasil, o órgão regulador do mercado de capitais é a Comissão de Valores Mobiliários.

Comissão de Valores Mobiliários

A Comissão de Valores Mobiliários foi criada pela Lei nº 6.385/76¹⁴. Trata-se de uma autarquia federal em regime especial¹⁵, vinculada ao Ministério da Fazenda, que goza de personalidade jurídica e patrimônio próprio. É dotada de autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, além de autonomia financeira e orçamentária. Até a data de sua instituição, não havia

¹³ KÜMPEL, *op. cit.*, p. 21-41.

¹⁴ Antes da criação da CVM, foram importantes as Leis 4.595/64, 4.728/65 que, junto com as Leis 6.385/76 e 6.404/76, estruturaram o sistema financeiro nacional.

¹⁵ Segundo MOREIRA NETO, a autarquia pode ser conceituada como “uma entidade da administração indireta, criada por lei, com personalidade de direito público, descentralizada funcionalmente do Estado para desempenhar atribuições estatais próprias e específicas, com autonomia patrimonial, administrativa e financeira”. Prosseguindo, o autor aponta que a característica mais importante está na especialização destes órgãos e funções para atenderem determinados interesses públicos. MOREIRA NETO, Diogo de Figueiredo. *Curso de direito administrativo*: parte introdutória, parte geral e parte especial. 11. ed., rev. e atual. Rio de Janeiro: Forense, 1998, p. 186. A locução autarquia de regime especial, adverte GASPARINI, não encontra o seu conceito na lei, e a doutrina tem procurado delinear a partir de seu regime jurídico, por possuir “maiores privilégios que as autarquias comuns”. GASPARINI, Diógenes. *Direito Administrativo*. 14. ed. rev. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 327. Para NAZAR, “autarquia de regime especial é toda aquela que a lei instituidora conferir privilégios específicos e aumentar sua autonomia comparativamente com as autarquias comuns, sem infringir os preceitos constitucionais”. NAZAR, Nelson. *Direito econômico*. 2. ed. rev., ampl. e atual. Bauru: EDIPRO, 2009, p. 48.

uma entidade específica que absorvesse a regulação e fiscalização do mercado de capitais¹⁶, sendo tais funções então atribuídas ao Banco Central¹⁷.

A condição de entidade autárquica em regime especial, é importante frisar, adveio apenas com a edição da Medida Provisória nº 8, convertida na Lei nº 10.411/02, diploma legal a partir do qual passou a ostentar o *status* de agência reguladora¹⁸. Até então, não era incomum encontrar na doutrina quem lhe negasse tal natureza¹⁹.

Tendo a lei dotado-a de características inerentes a tais entidades, a ela deverá ser dispensado tratamento proporcional a esta natureza, especialmente no que tange à possibilidade de expedição de normas reguladoras do mercado de valores mobiliários brasileiro. Neste sentido, ao examinar os artigos 3º, 4º e 8º da Lei 6.385/76, KÜMPEL esclarece que a competência da CVM engloba tanto a regulamentação do mercado de valores mobiliários quanto a fiscalização permanente das atividades e dos serviços desenvolvidos nesse segmento, assim como a veiculação de informações sobre o próprio mercado e acerca daqueles que dele participam, bem como dos valores mobiliários nele negociados²⁰.

De uma forma geral, pode-se dizer que a autarquia exercerá as suas funções, a fim de:

- i) assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados de bolsa e de balcão; ii) proteger os titulares de valores mobiliários contra emissões irregulares e atos ilegais de administradores e acionistas controladores de companhias ou administradores de carteira de valores mobiliários; iii) evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários negociados no mercado; iv)

¹⁶ FORTUNA, Eduardo. *Mercado financeiro: produtos e serviços*. 15. ed., rev. e atual. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2002, p. 21.

¹⁷ Quanto a este aspecto, interessante assinalar as considerações de WHYTE: “Como nessa época o mercado de valores mobiliários tinha uma expressão relativamente pequena, não se considerou ainda necessário dotá-lo de um órgão regulador próprio, de modo que o Banco Central, cujas atribuições principais eram o controle dos meios de pagamento e a fiscalização das instituições bancárias, foi encarregado também de regular esse mercado”. WHITE, Maria Clara Isoldi. A nova constituição e a regulamentação do sistema financeiro. *Revista da CVM*, nº 15, jan./fev./mar. 1987, p. 23.

¹⁸ EIZIRIK, Nelson, et. al. *Mercado de Capitais - regime jurídico*. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011., p. 260.

¹⁹ Egon Bockmann Moreira, ao analisar, em artigo publicado em 1999, antes, portanto, do advento da referida Lei, a natureza jurídica do Conselho Monetário Nacional, do Banco Central do Brasil e da Comissão de Valores Mobiliários, negava-lhes o *status* de agências reguladoras, nos seguintes termos: “... parece-nos inviável atribuir a tais pessoas administrativas o título de “agências reguladoras independentes”, pois o vínculo funcional e gerencial com a Administração direta impossibilita tal classificação. Em verdade, nem sequer são “Agências Administrativas”, mas órgãos que se submetem aos tradicionais conceitos de “desconcentração” (CMN) e “descentralização” (BACEN e CVM)”. MOREIRA, Egon Bockmann. Conselho Monetário Nacional, Banco Central do Brasil e Comissão de Valores Mobiliários. Considerações acerca de sua natureza jurídica, em face das chamadas “Agências Administrativas”. *Revista de Direito Mercantil*, ano XXXVIII, v. 116, out./dez. São Paulo, Malheiros, 1999, p. 141-142.

²⁰ KÜMPEL, *op. cit.*, p. 249.

assegurar o acesso do público a informações sobre valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido; v) assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários; vi) estimular a formação de poupança e sua aplicação em valores mobiliários; vii) promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações e estimular as aplicações permanentes em ações do capital social das companhias abertas²¹.

A CVM, criada com a finalidade de disciplinar, fiscalizar e desenvolver o mercado de capitais, encontra na função regulatória²² uma de suas atribuições primordiais²³. Com autonomia e agilidade, deverá regular as complexas e dinâmicas relações econômico-financeiras estabelecidas no âmbito em questão²⁴, pautando a sua atividade em um conjunto de princípios que levam em conta uma série de fundamentos, identificados como fatores-chave para a promoção das condições consideradas fundamentais para a sua expansão e desenvolvimento. Tais objetivos dependem da eficiência e confiabilidade do mercado, fruto da garantia de níveis adequados de proteção e harmonização dos interesses de todos os agentes econômicos que nele transacionam. Tais fundamentos são²⁵:

²¹ Fonte: CVM. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 25 jul. 2015.

²² Na doutrina, é possível encontrar autores que operam a distinção entre regulamentação e regulação. Neste trabalho, trataremos a regulação em sentido *lato*, vale dizer, de forma mais ampla, englobando tanto a regulamentação quanto a regulação em sentido *estrito*. Sobre o tema, interessante destacar o posicionamento de Maria Eduarda Fleck da Rosa, para quem a competência atribuída à Comissão de Valores Mobiliários pode ser definida como híbrida, englobando tanto a regulamentação quanto a regulação. Ao regulamentar, a autarquia estaria pormenorizando o conteúdo dos princípios e regras estipulados nas Leis nº 6.385/76 e 6.404/76. Por outro lado, ao regular supriria eventuais lacunas ou omissões destes diplomas legais. Segundo a autora, o poder regulador, denominado competência suplementar, manifesta-se na “possibilidade de a CVM integrar o sistema jurídico, de forma a preencher lacunas normativas advindas de situações novas no mercado de capitais, cuja complexidade e dinamismo o legislador ordinário não poderia antever.” Prosseguindo, a autora destaca que o poder regulador “deverá ser exercido dentro dos limites impostos pelo artigo 4º (da Lei nº 6.385/76, grifamos) e da Constituição Federal.” ROSA, Maria Eduarda Fleck da. *O Poder Normativo da Comissão de Valores Mobiliários*. São Paulo, 2012, 139f. Dissertação (Mestrado em Direito). Pós-Graduação em Direito da Faculdade de Direito da Universidade do Estado de São Paulo, f. 103.

²³ Interessante destacar uma definição de Odete Medauar que, embora aponte o significado do termo em seu sentido mais amplo, acaba por elencar uma série de poderes que se confundem com aqueles atribuídos à CVM: “Entendemos que a regulação, no atual contexto, abrange: a edição de normas; a fiscalização do seu cumprimento; a atribuição de habilitações (p. ex: autorização, permissão, concessão); a imposição de sanções; a mediação de conflitos (para preveni-los ou resolvê-los, utilizando variadas técnicas, por exemplo: consulta pública; audiência pública, celebração de compromisso de cessação e compromisso de ajustamento)”. MEDAUAR, Odete. *Regulação e Auto Regulação*. *Revista de Direito Administrativo*, Rio de Janeiro, nº 228, abr./jun. 2002, p. 126.

²⁴ Para Alexandre Santos de Aragão, “as leis atributivas de poder normativo às entidades reguladoras independentes possuem baixa densidade normativa, a fim de propiciar o desenvolvimento de normas setoriais aptas a, com autonomia e agilidade, regular a complexa e dinâmica realidade social subjacente”. ARAGÃO, Alexandre Santos de. *O Poder Normativo das Agências Reguladoras*. *Revista Trimestral de Direito Público*, nº 36. São Paulo: Malheiros, 2001, p. 104.

²⁵ COMISSÃO de valores mobiliários (Brasil). *O Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro*. Rio de Janeiro: CVM/SOI, 2013. [on line]. Disponível em: <<http://www.portaldoinvestidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/LivroTOP-CVM.pdf>>. Acesso em: 10 jun. 2015.

Interesse público: a transferência de recursos entre os investidores e os agentes econômicos é indispensável à contínua formação de capital, quando se contempla uma sociedade como a brasileira, que exerceu opção clara pelo modelo capitalista, baseado na livre iniciativa e na economia de mercado. É através desse processo de transferência de recursos que se obtém o investimento e o crescimento das unidades econômicas e, em decorrência, do conjunto da sociedade. Portanto, é do interesse público o bom funcionamento do mercado de valores mobiliários.

Confiabilidade: a existência e o crescimento do mercado dependem da confiança que seus diversos protagonistas depositem no sistema. Se o propósito do órgão regulador é favorecer o crescimento do mercado, de modo que ele possa atender sempre às crescentes exigências da sociedade, torna-se imperativa a observação deste fundamento. A regulação deve se dar de forma a criar uma base de confiança que assegure ao detentor de poupança a certeza de que pode atuar no mercado, incorrendo exclusivamente nos riscos próprios do negócio em que quer operar.

Eficiência do mercado: é característica de um mercado livre a sua capacidade de atuar como mecanismo apto a direcionar a poupança da sociedade aos projetos econômicos mais adequados a suas expectativas. Este é um aspecto que se tem de observar e perseguir no trabalho de regulação, na medida em que só assim se consegue o melhor atendimento de anseios da sociedade. Da mesma forma, a minimização dos custos da intermediação desses recursos responde tanto aos interesses das companhias, como dos indivíduos que nelas investem, e será através da eficiência do mercado que tais objetivos poderão ser alcançados: eficiência alocacional e operacional.

Competitividade: a eficiência do mercado depende do grau de competição que se estabeleça entre os seus participantes. Portanto, a regulação terá que se manter sempre atenta a este fundamento, não só evitando ações que venham a inibir a competitividade, mas também assegurando que ela se dê de forma sadia. Além disso, a competição ativa minimiza a necessidade de regulação.

Mercado livre: a liberdade de atuação no mercado e de acesso seus mecanismos é pré-condição de existência de um mercado capaz de desempenhar adequadamente o seu papel. No processo de regulação do mercado de valores mobiliários, devem estar presentes, permanentemente, o respeito à livre atuação das forças de mercado e o livre acesso ao exercício de atividades e às operações que nele se processem.

A análise dos fundamentos acima permite concluir que o papel regulador da autarquia abriga não apenas um, mas diversos objetivos, os quais podem ser entendidos como complementares entre si. Isto fica nítido na doutrina de CANTIDIANO²⁶, para quem a atividade do órgão regulador acomoda pelo menos quatro escopos principais, descritos abaixo:

Toda a atividade do órgão regulador tem como finalidade (a) estimular a formação de poupança e a sua aplicação em valores mobiliários, (b) promover e assegurar a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de valores mobiliários, (c) proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores contra (i) emissões irregulares de valores mobiliários, contra (ii)

²⁶ CANTIDIANO, Luiz Leonardo. O Papel Regulador da CVM. In: WALD, Arnaldo (Org.) *Direito empresarial: mercado de capitais*, v. 8. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011, p. 672.

atos ilegais dos administradores e controladores das companhias e administradores de carteira e (iii) contra o uso de informação relevante ainda não divulgada ao mercado e (d) assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado.

Para o exercício de suas funções normativa, fiscalizatória e sancionatória, a CVM é dotada de poder de polícia, por intermédio do qual pode limitar a liberdade individual em prol de um interesse público ou coletivo. Neste sentido, a autarquia possui meios materiais e institucionais à disposição para o regular desempenho de suas atribuições, cabendo-lhe, por exemplo, iniciar processos administrativos sancionadores *ex officio*.

O termo de compromisso no âmbito do processo administrativo sancionador

Os fundamentos e finalidades da disciplina jurídica do mercado de capitais apontam para a necessidade de manutenção de um ambiente em que sejam respeitados os arcabouços legal (ex.: Leis nº 6.385/76 e nº 6.404/76), regulatório (ex.: instruções normativas editadas pela CVM), assim como as práticas equitativas por parte de administradores, membros do conselho fiscal e acionistas de companhias abertas, dos intermediários e dos demais participantes do mercado.

Neste sentido, a Lei nº 6.385/76 confere à CVM o poder-dever de aplicar aos infratores uma série de penalidades, dentre as quais advertências, multas, suspensões, inabilitações temporárias, cassações e proibições temporárias. A aplicação destas penalidades se dá após apuração e verificação, mediante processo administrativo sancionador (PAS), dos atos violadores do arcabouço legal, regulatório e das práticas equitativas. Frise-se que a apenação deve proporcionar maior efeito educativo e preventivo para os participantes do mercado.

A mesma Lei, em seu artigo 11, § 5º, preceitua que o órgão regulador 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 TC (acordo substitutivo), 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.

O PAS observará o procedimento fixado pela própria CVM no exercício de seu poder normativo. Atualmente, encontra-se disciplinado na Deliberação nº 538, de 05 de março de 2008, com as alterações introduzidas pela Deliberação nº 552/08 (rege o rito ordinário), e

também na Instrução nº 545/14 (rege o rito sumário). Ambas dispõe sobre os procedimentos a serem observados na tramitação de PAS instaurados pela autarquia.

Tanto na Deliberação nº 538 (Art. 13, § 4º), quanto na Instrução nº 545 (Art. 2º, § 2º, inc. VI), do ato de intimação deverá constar a advertência de que o acusado poderá propor a celebração de TC²⁷, exceto quando da apuração de irregularidades relacionadas com a Lei nº 9.613/98 (que dispõe sobre os crimes de "lavagem" ou ocultação de bens, direitos e valores; a prevenção da utilização do sistema financeiro para os ilícitos previstos nesta Lei, e cria o Conselho de Controle de Atividades Financeiras – COAF), e também nos casos disciplinados na Instrução CVM nº 301/99.

O TC é regulamentado pela Deliberação nº 390/2001 (sofreu alterações introduzidas pela Deliberação nº 486/05), que aborda o procedimento do instituto em questão, pela Portaria CVM PTE nº 71/05, e pela Portaria CVM PTE nº 066/08.

Dinâmica do termo de compromisso

Exceto quando da apuração de irregularidades relacionadas com a Lei nº 9.613/98 e também nos casos disciplinados na Instrução CVM nº 301/99, a CVM tem autorização para celebrar TC nos demais PAS instaurados, conforme previsto no art. 1º, §1º da Deliberação CVM 390/01.

O interessado na celebração de TC poderá apresentar proposta escrita à CVM, na qual se comprometa a: i) cessar a prática de atividades ou atos considerados ilícitos, se for o caso; e ii) corrigir as irregularidades apontadas, inclusive indenizando os prejuízos causados ao mercado ou à CVM.

O interessado deverá manifestar sua intenção de celebrar TC até o término do prazo para a apresentação de defesa, e sem prejuízo do ônus de apresentação desta. Não obstante, será também admitida a apresentação de proposta de celebração ainda na fase de investigação preliminar. No primeiro caso, a proposta completa deverá ser encaminhada à Coordenação de

²⁷ Segundo anotam WELLISCH e SANTOS, o consent decree norte-americano seria a principal inspiração do termo de compromisso no mercado de capitais brasileiro. WELLISCH, Julya Sotto Mayor; SANTOS, Alexandre Pinheiro dos. O termo de compromisso no âmbito do mercado de valores mobiliários. *Interesse Público* – IP, Belo Horizonte, ano 11, n. 53, jan./fev. 2009. Além da influência do *consent decree*, destacada pelos dois autores, pode-se dizer que o termo de compromisso, em âmbito nacional, guarda similitudes com o compromisso de cessão de prática sob investigação, presente na Lei Antitruste (12.529/11), e também com a suspensão condicional do processo penal, prevista na Lei nº 9.099/95.

Controle de Processos Administrativos – CCP até 30 (trinta) dias após a apresentação de defesa. No segundo, deve ser encaminhada à Superintendência responsável pela investigação.

A Procuradoria Federal Especializada (PFE) da CVM será ouvida sobre a legalidade da proposta apresentada pelo interessado. Após ouvida a PFE, o Superintendente-Geral submeterá a proposta de TC ao Comitê de Termo de Compromisso (CTC)²⁸, que deverá apresentar parecer (no prazo máximo de 30 dias, contados da data da apresentação do parecer da PFE) sobre a oportunidade e a conveniência na celebração, e a adequação da proposta formulada pelo acusado, propondo ao Colegiado sua aceitação ou rejeição, tendo em vista a oportunidade e a conveniência, a natureza e a gravidade das infrações objeto do processo, os antecedentes dos acusados e a efetiva possibilidade de punição, no caso concreto.

Antes da elaboração de seu parecer, o CTC, se entender conveniente, poderá negociar com o proponente as condições da proposta que lhe pareçam mais adequadas. Esta negociação entre o Comitê e o proponente deverá ser concluída no prazo máximo de 60 (sessenta) dias, sendo facultado a este, ao término das negociações, aditar os termos de sua proposta inicial, no prazo assinalado pelo Comitê. Nesta hipótese de negociação, o prazo para elaboração de parecer pelo Comitê será contado da data em que concluída a negociação ou apresentado o aditamento à proposta inicial, conforme o caso.

A proposta de celebração, acompanhada do parecer do CTC, será submetida à deliberação do Colegiado, que decidirá sobre a sua aceitação ou rejeição. Aprovadas as condições, lavrar-se-á termo que será assinado pelo Presidente da CVM, pelas partes interessadas e duas testemunhas.

O TC suspende o processo administrativo em curso, pelo prazo estipulado para o cumprimento do compromisso. Por outro lado, as condições do termo, após aprovadas pelo Colegiado, não poderão ser alteradas, a menos que haja uma nova deliberação após requerimento da parte interessada.

²⁸ A composição atual do Comitê está disciplinada no artigo 2º da Portaria CVM PTE nº 71, de 17 de agosto de 2005, com redação dada pela Portaria CVM PTE nº 066, de 01 de abril 2008. Art. 2º - O Comitê de Termo de Compromisso será composto pelos titulares das seguintes Superintendências: I – Superintendência-Geral – SGE; II – Superintendência de Fiscalização Externa – SFI; III – Superintendência de Relações com Empresas – SEP; IV – Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários – SMI; V – Superintendência de Normas Contábeis e Auditoria – SNC; e VI – Superintendência de Processos Sancionadores - SPS.

A celebração de compromisso não importará em confissão quanto à matéria de fato, nem reconhecimento de ilicitude da conduta analisada no processo que lhe tenha dado origem, sendo estas as grandes vantagens para os acusados da realização de práticas ilegais.

Da decisão do Colegiado que rejeita a proposta de TC não cabe recurso ao Conselho de Recurso do Sistema Financeiro Nacional, porque a discricionariedade para aprovar ou não a celebração do acordo é exclusiva da autarquia, conforme o art. 11, §5º da Lei nº 6.385/76.

Análise dos principais aspectos teóricos e práticos do termo de compromisso

Segundo SILVEIRA²⁹, a natureza jurídica do TC se aproxima da transação, na medida em que caracteriza um acordo entre o acusado e a CVM. Na verdade, pode o acordo substitutivo ser compreendido como um negócio jurídico, já que combina características da transação civil e do ato administrativo discricionário³⁰, que é aquele em que a Administração possui alguma liberdade de avaliação ou decisão.

A natureza de negócio jurídico fica clara na análise de MUTO e YOKOI³¹, para quem cabe à CVM aceitar os termos propostos, recusar ou ainda discutir melhorias, opções estas típicas dos agentes que se dispõem a celebrar negócios jurídicos, mas sem necessidade de aprovação judicial de eventual compromisso celebrado. Deve-se frisar que a dinâmica do termo de compromisso na realidade brasileira se diferencia, por exemplo, daquela presente no modelo norte-americano, em que a eficácia do *consent decree* depende de homologação judicial.

Através do TC, há a possibilidade de reparação dos danos aos investidores lesados, embora estes sequer sejam partes no processo. Leciona EIZIRIK³² que a exigência de reparação de danos só ocorre se houver acontecido algum prejuízo quantificável ou contra prejudicados identificáveis para que se possa atribuir a cada um deles o valor a ser indenizado. Neste aspecto vale mencionar que o art. 10 da Deliberação 390/01, dispõe que, na hipótese da existência de dano a investidores, há a possibilidade da CVM, a seu critério, notificar-lhes para que

²⁹ SILVEIRA, Sandra Maria Bittencourt da. *O Instituto do Termo de Compromisso no Sistema de Regulação do Mercado de Capitais Brasileiro*. São Paulo, 2006. Dissertação (Mestrado em Direito). Pós-graduação em Direito da Faculdade de Direito da Pontifícia Universidade Católica - PUC. f. 35

³⁰ Ato administrativo é a declaração unilateral do Estado no exercício de prerrogativas públicas, manifestada mediante comandos concretos complementares da lei expedidos a título de lhe dar cumprimento e sujeitos a controle de legitimidade por órgão jurisdicional. MELLO, Celso Antônio Bandeira de. *Curso de Direito Administrativo*. 15ª Edição. São Paulo: Malheiros Editores 2003, p. 352.

³¹ MUTO, Silvio; YOKOI, Yuki. Colegiado da CVM amplia o uso de termos de compromisso. *Revista Capital Aberto*, ed. 60, 2008. Disponível em: <http://www.capitalaberto.com.br/temas/colégiado-da-cvm-amplia-uso-de-termos-de-compromisso/#.VZxPOIK4JMp>. Acesso em: 07 jul. 2015.

³² EIZIRIK, Nelson *et. al.* Mercado de Capitais - regime jurídico. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 359.

apresentem maiores informações sobre a quantificação do valor que poderá vir a ser-lhes pago para reparar seus danos.

No caso acima, o investidor lesado apenas se limitará a prestar informações relativas à extensão dos danos que tiver sofrido e ao valor da reparação. Contudo, na hipótese de existirem investidores prejudicados em número indeterminado e de identidade desconhecida, a autarquia poderá, em comum acordo com o proponente e às suas expensas, fazer publicar editais convocando os investidores para que estes sejam identificados e para que quantifiquem os valores individuais a serem pagos a título de indenização.

Até o ano de 2006, frisa SILVEIRA³³, as principais obrigações impostas aos compromitentes nos termos de compromisso aceitos foram: doações a instituições assistenciais, recomposição de dados aos investidores lesados e dos custos incorridos pela CVM com a instauração do procedimento administrativo, implementação de política interna de negociação com valores mobiliários em companhias abertas, realização de treinamentos e seminários e distribuição de materiais sobre regulamentação aplicável, com finalidade educativa, realização de oferta pública para a aquisição de ações e aquisição de ações de acionistas minoritários que não aderiram a oferta pública.

Quanto à executividade, a CVM pode promover a execução judicial do termo, que é um título executivo extrajudicial, conforme o artigo 11, §7º da Lei nº 6.385/76, em conjunto com a retomada do processo administrativo sancionador que estava suspenso por ocasião do acordo. Esta conduta não é considerada *bis in idem*, tendo em vista que o termo de compromisso não aplica penalidades, ms sim impõe obrigações³⁴.

Antes de sua alteração pela Lei 10.303/01, a parte final do §7º do artigo 11 da Lei 6.385/76 dispunha que o descumprimento do termo de compromisso caracterizaria crime de desobediência, conforme o artigo 330 do Código Penal. A doutrina criticava este parágrafo. Para EIZIRIK³⁵, não se configuraria este crime por não se expedir, quando da assinatura do termo de compromisso, qualquer tipo de ordem pela CVM. Por ter o compromisso uma natureza negocial, não há ordem, mas tão somente um simples acordo.

³³ SILVEIRA, *op. cit.*, p. 79.

³⁴ MORAES, Luiza Rangel de. Considerações sobre o consent degree e sua aplicação no âmbito da disciplina do mercado de valores mobiliários. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo, nº 4, jul-set, 1998, p. 40

³⁵ EIZIRIK, *op. cit.*, p. 273.

Outra questão importante, destacada por SILVEIRA³⁶, é que o descumprimento do termo de compromisso não pode ser considerado como circunstância agravante pela CVM na aplicação de penalidade caso o acusado, não cumprindo o acordo, venha a ser condenado no processo administrativo sancionador. O argumento é o de que o acordo apenas impõe a suspensão do PAS instaurado contra o acusado, logo, a apenação do acusado, após apuração da ilicitude das condutas apontadas pela CVM como irregulares, não poderia ser agravada levando-se em consideração o não cumprimento do termo.

Uma vez confirmado que o termo de compromisso firmado entre a CVM e o acusado foi decorrente de ato com vício de legalidade, de modo que não tenham sido observadas a conveniência e oportunidade, pode um interessado requerer em juízo a desconstituição do termo de compromisso firmado por meio de medida judicial. Entretanto a desconstituição do termo de compromisso eivado de ilegalidade não afasta a possibilidade de ser firmado um novo termo, desde que sem vícios³⁷.

No decorrer dos anos, observou-se a alteração na modalidade de obrigações assumidas pelos compromitentes. No início, a obrigação era mais relacionada a ministrar seminários ou a elaborar material educativo a ser distribuído aos investidores. A partir do ano 2000, verificou-se que em muitos termos de compromisso consta a obrigação de doação a programas sociais e a entidades filantrópicas. Em 2005, houve aumento de atribuição de valores à CVM a título de ressarcimento de despesas, doação, multa, reparação de danos causados à autarquia e ao mercado de capitais. A partir de 2006, percebeu-se mais frequente a obrigação de pagar determinada quantia à CVM, sem especificação do título³⁸.

Tal como previsto na legislação pertinente, a CVM pode rejeitar propostas de termos de compromisso. No ano de 2005 foi feito um levantamento dos inquéritos para averiguar motivos que levaram a CVM rejeitar ou aceitar o termo de compromisso, cujos dados são seguintes dados: no caso de aprovação da proposta de termo de compromisso pela CVM, esta fundamentou-se principalmente na presença dos elementos de conveniência e oportunidade, destacando-se a recomposição dos danos como fator determinante para aceitação do termo. Por outro lado, no caso de rejeição da proposta, esta baseou-se principalmente na ausência dos

³⁶ SILVEIRA, *op. cit.*, p. 14.

³⁷ *Ibid.*, p. 62.

³⁸ TANJI, Márcia. *Mercado de capitais brasileiro e tutela coletiva dos interesses*. São Paulo, 2009, p. 102. Dissertação (Mestrado em Direito). Pós-graduação em Direito da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo – USP.

elementos conveniência e oportunidade e na falta de reparação dos danos causados e nos casos de assunção de compromisso da prática supostamente irregular a partir da data da celebração do termo, uma vez que tal conduta já é obrigatória pela própria regulamentação³⁹.

Em 15 de janeiro de 2009, foi divulgada uma pesquisa na qual foram analisados 184 termos de compromissos celebrados entre a CVM e administrados no período entre 1998 e 2008. Verificou-se que houve um elevado índice de adimplemento das obrigações pelos compromitentes. Aconteceu apenas um inadimplemento (IA CVM nº 04/99), que, segundo TANJI⁴⁰, foi seguido de: “(i) julgamento do feito pelo Colegiado da CVM com a aplicação de penalidades administrativas; (ii) ajuizamento de ação coletiva pelo Ministério Público Federal” – MPF em face dos compromitentes na qual a CVM figurou como assistente da parte autora⁴¹.

Na prática, muitos termos de compromisso têm um alto valor pecuniário, contudo, há acusado que, mesmo ciente de sua inocência, prefere assinar o termo e pagar, mantendo a reputação, uma vez que uma pendência administrativa afasta a oportunidade de bons negócios, além disso, prefere não correr o risco da condenação⁴². Vale ressaltar que, quanto “aos valores atribuídos aos prejudicados, àqueles que sofreram danos decorrentes da conduta do compromitente, observa-se montante significativo, mas menor em relação àquele atribuído à CVM”⁴³.

Em interessante exercício de aplicação da metodologia de tese/antítese, a Revista Capital Aberto publicou dois artigos de opinião, em que os autores deveriam enfrentar a seguinte questão: “Os termos de compromisso estão sendo utilizados em demasia pela CVM?”. Segundo CHAVES, o mecanismo tem sido usado em demasia pela autarquia, o que remete a uma necessidade de maior rigor para a aprovação dos acordos. Para o autor, em casos graves, como na hipótese de prática de uso indevido de informação privilegiada, estes não deveriam ser celebrados. Em sentido contrário, AMENDOLARA defende que não há uso excessivo, na

³⁹ SILVEIRA, *op. cit.*, p. 87.

⁴⁰ TANJI, *op. cit.*, p. 101.

⁴¹ Processo n. 2004.61.00.019427-5 que tramita na 5ª Vara Federal Cível da Subseção Judiciária Capital do Estado de São Paulo.

⁴² CARRION, Bruna Maia. Por que os cada vez mais milionários termos de compromisso se tornaram uma saída conveniente para a CVM e para os acusados. *Revista Capital Aberto*, ed. 91, mar. 2011, s/p. Disponível em: <http://www.capitalaberto.com.br/temas/calculo-de-risco/#.VZxO4FK4JMp>. Acesso em: 06 jul. 2015.

⁴³ TANJI, *op. cit.*, p. 102.

medida em que se trata de um instituto eficaz, que, na prática, põe fim a processos que muitas vezes poderiam se arrastar por longos períodos, sem garantia de condenação dos infratores⁴⁴.

O termo de compromisso no período 2009/2014: banalização do uso do instrumento regulatório?

Para uma melhor avaliação do TC como instrumento regulatório no âmbito do mercado de capitais brasileiro, utilizou-se a opção metodológica de realização de pesquisa sobre dados empíricos relacionados ao referido instrumento.

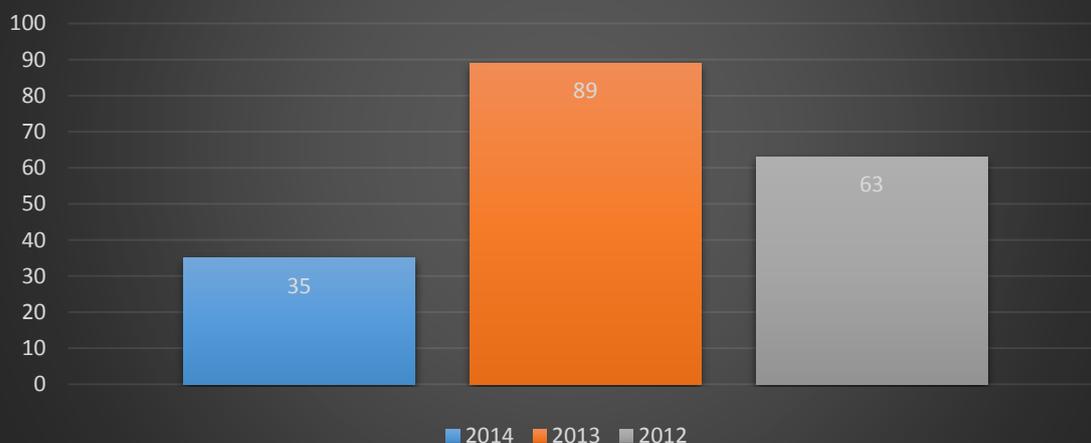
Considerando a necessidade de recorte, privilegiou-se o período compreendido entre os anos de 2009 e 2014, muito embora o mecanismo venha sendo utilizado desde o ano de 1998 (isto é, logo no ano subsequente a sua introdução ao ordenamento jurídico, em 1997). Até porque, foram encontradas na doutrina abordagens sobre o tema, que, em sua maioria, catalogavam informações referentes a dados concretos relativos ao período anterior a 2009. Deste modo, o recorte proposto possibilitaria uma visão mais atual da dinâmica recente da utilização do instrumento.

Neste sentido, foram levantados os TC aprovados nos anos de 2009, 2010, 2011, 2012, 2013 e 2014, mediante pesquisa junto à CVM. Frise-se que: i) há casos em que os acordos “aprovados” em determinado ano são assinados somente no ano seguinte, razão pela qual optou-se pela contagem somente daqueles aprovados; ii) em diversos casos, há mais de um acordo substitutivo aprovado no âmbito de um mesmo PAS.

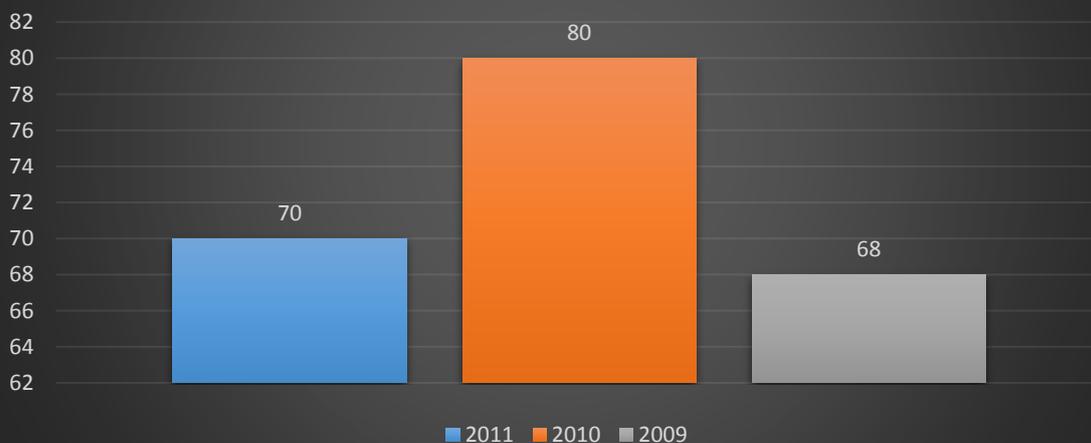
Os dados obtidos foram consolidados e transplantados para os dois gráficos abaixo, que, segundo a metodologia adotada, demonstram os quantitativos anuais de acordos substitutivos aprovados pelo órgão regulador em cada ano do período selecionado.

⁴⁴ CHAVES, Renato. É preciso mais rigor; AMENDOLARA, Leslie. Instituto eficaz. *Revista Capital Aberto*, ed. 78, fev. 2010, p. 46-47. Disponível em: <http://www.capitalaberto.com.br/pageflip/78/Ed%2078/assets/basic-html/page46.html>. Acesso em: 06 ago. 2015.

TERMOS DE COMPROMISSOS APROVADOS 2014/2013/2012



TERMOS DE COMPROMISSOS APROVADOS 2011/2010/2009



Percebe-se, através dos dados consolidados nos gráficos, a utilização demasiada, pela CVM, do permissivo que lhe possibilita a celebração, como resposta alternativa à aplicação das penalidades previstas na Lei 6.385/76, do acordo substitutivo com os infratores dos arcabouços legal e regulatório, bem como das práticas equitativas no mercado de capitais. Registre-se que

também foram observados casos em que as propostas de acordos substitutivos foram rejeitadas pela autarquia⁴⁵.

Os dados indicam que, embora o acordo possa ser compreendido como um importante mecanismo no âmbito da regulação do mercado de capitais – porque caracteriza uma maior abertura do sistema normativo aos agentes do mercado e garante espaço para reações alternativas à pura e simples aplicação de penalidades, com possibilidades de negociação entre a autarquia e os acusados, para suspender e encerrar processos, fixar indenizações etc -, o seu uso demasiado implica em desvirtuamento de suas finalidades, dos fundamentos da disciplina normativa do mercado e do conjunto de funções atribuídas à CVM.

O TC não pode ser banalizado⁴⁶ a ponto de se constituir como uma espécie de autorização/incentivo para a prática de infrações, diante da ciência geral de que bastaria, em seguida, mediante a celebração do termo, ao infrator simplesmente se comprometer a cessar a prática de atividades ou atos considerados ilícitos pela CVM e corrigir as irregularidades apontadas, inclusive indenizando os prejuízos.

A confiabilidade, um dos fundamentos da regulação, indica que a disciplina normativa do mercado deve se dar de forma a criar uma base de confiança que assegure ao detentor de poupança a certeza de que pode atuar incorrendo exclusivamente nos riscos próprios do negócio em que quer operar. As infrações ao arcabouço regulatório corroem a confiança dos investidores no mercado. E um mercado jamais será eficiente se não há confiança no seu regular funcionamento, para o que é necessário o respeito ao conjunto de regras do jogo.

⁴⁵ Na apreciação de proposta de termo de compromisso referente ao processo administrativo sancionador RJ2012/9808, o Colegiado, em 06/01/2015, deliberou por unanimidade, ser inoportuna e inconveniente a aceitação das propostas, pois a eventual celebração de termo de compromisso com os acusados não traria economia processual significativa para a CVM, tendo sido as propostas apresentadas rejeitadas. Outro ponto importante: a reincidência é um dos motivos que leva a CVM a recusar a proposta de termo de compromisso, tal como aconteceu em 17 de junho de 2015, quando o Colegiado decidiu por unanimidade pela rejeição da proposta de termo de compromisso elaborada pela União Federal, que foi acusada de descumprimento do Artigo 115 da Lei das S.A em razão de sua participação na AGE que deliberou pela aceitação dos termos da MP 579 – e que provocou prejuízos à estatal (AMEC, 2015).

⁴⁶ Há duas questões que podem, talvez, constituir uma espécie de incentivo informal para a utilização dos acordos substitutivos em larga escala: 1) a dificuldade da CVM no que diz respeito à agilidade no julgamento dos processos (há processo de 2010 sendo julgados somente agora, em 2015); 1) as penas pecuniárias (atualmente, não poderá exceder o maior destes valores: i) R\$500.000,00; ii) cinquenta por cento do valor da emissão ou operação irregular; ou iii) três vezes o montante da vantagem econômica obtida ou da perda evitada em decorrência do ilícito) previstas na Lei nº 6.385/76, consideradas baixas (montantes fixados pela Lei 9.457/97, que alterou a Lei nº 6.385/76. Todavia, acredita-se que tais fatores não podem ser utilizados como justificativas para o desvirtuamento do instituto do termo de compromisso.

Da mesma forma, a atuação da CVM deve se dar no sentido de desestimular práticas ilegais, zelar por proteger os titulares de valores mobiliários contra emissões irregulares e atos ilegais de administradores e acionistas controladores de companhias ou administradores de carteira de valores mobiliários; evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários negociados no mercado; assegurar o acesso do público a informações sobre valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido; assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários; estimular a formação de poupança e sua aplicação em valores mobiliários; promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações e estimular as aplicações permanentes em ações do capital social das companhias abertas.

Não se pode esquecer que, se na aplicação das penalidades pela prática de atos violadores do arcabouço legal, regulatório e das práticas equitativas, a apenação deve proporcionar maior efeito educativo e preventivo para os participantes do mercado (com objetivo de desestimular práticas ilegais), pode-se, com o uso desproporcional do acordo substitutivo, gerar um efeito justamente inverso, ou seja, a disseminação da ideia de que os atos violadores e práticas não equitativas podem ser “apagados” mediante a celebração do termo de compromisso. Este possível efeito negativo é corroborado pela própria disciplina jurídica do tema, que indica que o acordo, desde que proposto, aceito e cumprido, não importará confissão quanto à matéria de fato, nem reconhecimento de ilicitude da conduta analisada.

Conclusões

Com a presente pesquisa, foi possível compreender o TC como um importante mecanismo regulatório à disposição do órgão regulador do mercado de capitais brasileiro.

Através deste instrumento, a autarquia poderá celebrar acordos substitutivos com os acusados de infrações do arcabouço legal e regulatório, ou com os responsáveis pela realização de práticas não equitativas no âmbito do mercado. Os termos constituem uma possibilidade de reação alternativa às penalidades listadas na Lei nº 6.385/76, caracterizando um sistema normativo aberto, que possibilita uma maior aproximação entre o órgão regulador e os agentes do mercado.

Como resposta ao problema de pesquisa que orientou a presente investigação, acredita-se que as previsões nos âmbitos legal e regulatório, que contemplam a possibilidade de o

acusado, no âmbito do PAS, propor a celebração de TC, não tornam, por si só, oportuna e conveniente a celebração de compromissos em demasiada escala.

Tratando-se de instrumento de regulação, a sua utilização deve estar adstrita aos mesmos fundamentos que inspiram o arcabouço regulatório, como interesse público, confiabilidade e eficiência do mercado. Da mesma forma, na sua utilização, a CVM, deve pautar-se pela observância de suas finalidades institucionais, tais como proteger os titulares de valores mobiliários, evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação, assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários, estimular a formação de poupança e sua aplicação em valores mobiliários, promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado e estimular as aplicações permanentes em ações do capital social das companhias abertas.

Do exame dos PAS instaurados entre 2009 e 2014, chegou-se ao número total de 405 termos aprovados, resultados que caracterizam uma acentuada utilização deste instrumento regulatório. Acredita-se que este uso demasiado da reação alternativa às penalidades implica em desvirtuamento das finalidades do próprio acordo substitutivo enquanto mecanismo de regulação, assim como viola fundamentos da disciplina normativa do mercado e também do conjunto de funções atribuídas à CVM.

Deve, portanto, ser restringido o uso do TC à hipóteses pontuais, em que configure interesse público a reação alternativa à aplicação das penalidades previstas em Lei, considerados os fundamentos da regulação e as finalidades da própria CVM. Neste sentido, destaca-se uma possível diretriz para a atuação da autarquia, como incentivo a novos modelos de acordo: i) em regra, o uso deveria estar adstrito aos casos previstos na Instrução CVM nº 545/14, que prevê a aplicação do PAS em seu rito sumário, para apuração das chamadas infrações objetivas, relacionadas a uma conduta omissiva dos agentes de mercado; ii) excepcionalmente, com um maior rigor, o uso nas hipóteses de determinadas infrações gerais leves (cuja apuração se daria na forma da Deliberação CVM nº 538/08, que regula o PAS em seu rito ordinário), sendo vedado em casos graves como o uso indevido de informação privilegiada.

Referências

AMEC. *CVM rejeita por unanimidade Termo de Compromisso da União no Caso Eletrobrás*. Disponível em: www.amecbrasil.org.br. Acesso em: 12 jul. 2015.

ARAGÃO, Alexandre Santos de. O Poder Normativo das Agências Reguladoras. *Revista Trimestral de Direito Público*, nº 36. São Paulo: Malheiros, 2001.

ASSAF NETO, Alexandre. *Mercado financeiro*. 11. ed. São Paulo: Atlas, 2012.

CANTIDIANO, Luiz Leonardo. O Papel Regulador da CVM. In: WALD, Arnaldo (Org.) *Direito empresarial: mercado de capitais*, v. 8. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011.

CARRION, Bruna Maia. Por que os cada vez mais milionários termos de compromisso se tornaram uma saída conveniente para a CVM e para os acusados. *Revista Capital Aberto*, ed. 91., mar. 2011. Disponível em: <http://www.capitalaberto.com.br/temas/calculo-de-risco/#.VZxO4FK4JMp>. Acesso em: 06 jul. 2015.

CHAVES, Renato. É preciso mais rigor; AMENDOLARA, Leslie. Instituto eficaz. *Revista Capital Aberto*, ed. 78, fev. 2010, p. 46-47. Disponível em: <http://www.capitalaberto.com.br/pageflip/78/Ed%2078/assets/basic-html/page46.html>. Acesso em: 06 ago. 2015.

COMISSÃO de valores mobiliários (Brasil). *O Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro*. Rio de Janeiro: CVM/SOI, 2013.

COSTA, Gabriel Carvalho da; BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello VIEIRA, Victor da Silveira. *O dever de diligência não julgado – Casos encerrados pela CVM com a celebração de termos de compromisso*. Disponível em: http://www.puc-rio.br/pibic/relatorio_resumo2013/relatorios_pdf/ccs/DIR/DIR-Gabriel%20Carvalho%20Pedro%20Brigag%C3%A3o-Mais.pdf. Acesso em: 13 jul. 2015.

EIZIRIK, Nelson, et. al. *Mercado de Capitais - regime jurídico*. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

ELIAS, Luiz Antônio Rodrigues; GAMA, Eduardo Guimarães. O mercado de ações no Brasil. In: CASTRO, Hélio Oliveira Porto Carrero de (Coord.). *Introdução ao mercado de capitais*. Rio de Janeiro: IBMEC, 1979.

FORTUNA, Eduardo. *Mercado financeiro: produtos e serviços*. 15. ed., rev. e atual. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2002.

GASPARINI, Diógenes. *Direito Administrativo*. 14. ed. rev. São Paulo: Saraiva, 2009.

GOULART, André Moura Cintra; LIMA, Geraldo Augusto Sampaio Franco de; GREGÓRIO, Jaime. Mercado de renda variável. In: LIMA, Iran Siqueira; LIMA, Geraldo Augusto Sampaio Franco de; PIMENTEL, Renê Coppe (Org.). *Curso de mercado financeiro: tópicos especiais*. São Paulo: Atlas, 2006.

GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Sobre o Poder Disciplinar da CVM. *Revista de Direito Mercantil*, São Paulo, vol. 43, 1981.

KÜMPPEL, Siegfried. *Direito do Mercado de Capitais – do ponto de vista do direito europeu, alemão e brasileiro*. Rio de Janeiro: Renovar, 2007.

LAMEIRA, Valdir de Jesus. *Mercado de Capitais*. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 2003.

MEDAUAR, Odete. Regulação e Auto Regulação. *Revista de Direito Administrativo*, Rio de Janeiro, nº 228, abr./jun. 2002.

MELLO, Celso Antônio Bandeira de. *Curso de Direito Administrativo*. 15ª Edição. São Paulo: Malheiros Editores 2003.

MORAES, Luiza Rangel de. Considerações sobre o consent degree e sua aplicação no âmbito da disciplina do mercado de valores mobiliários. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo, nº 4, jul-set, 1998.

MOREIRA, Egon Bockmann. Conselho Monetário Nacional, Banco Central do Brasil e Comissão de Valores Mobiliários. Considerações acerca de sua natureza jurídica, em face das chamadas “Agências Administrativas”. *Revista de Direito Mercantil*, ano XXXVIII, v. 116, out./dez. São Paulo, Malheiros, 1999.

MOREIRA NETO, Diogo de Figueiredo. *Curso de direito administrativo: parte introdutória, parte geral e parte especial*. 11. ed., rev. e atual. Rio de Janeiro: Forense, 1998.

MUTO, Silvio; YOKOI, Yuki. Colegiado da CVM amplia o uso de termos de compromisso. *Revista Capital Aberto*, ed. 60, 2008. Disponível em: <http://www.capitalaberto.com.br/temas/collegiado-da-cvm-amplia-uso-de-terminos-de-compromisso/#.VZxPOIK4JMp>. Acesso em: 07 jul. 2015.

NAZAR, Nelson. *Direito econômico*. 2. ed. rev., ampl. e atual. Bauru: EDIPRO, 2009.

RODRIGUES, Ana Carolina. *A responsabilidade civil dos administradores de companhias abertas não financeiras por danos causados à sociedade e aos acionistas e o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários brasileiro*. São Paulo, 2011. Dissertação (Mestrado em Direito). Pós-graduação em Direito da Faculdade de Direito da Fundação Getúlio Vargas - FGV.

ROSA, Maria Eduarda Fleck da. *O Poder Normativo da Comissão de Valores Mobiliários*. São Paulo, 2012. Dissertação (Mestrado em Direito). Pós-Graduação em Direito da Faculdade de Direito da Universidade do Estado de São Paulo - USP.

SILVEIRA, Sandra Maria Bittencourt da. *O Instituto do Termo de Compromisso no Sistema de Regulação do Mercado de Capitais Brasileiro*. São Paulo, 2006. Dissertação (Mestrado em Direito). Pós-graduação em Direito da Faculdade de Direito da Pontifícia Universidade Católica - PUC.

TANJI, Márcia. *Mercado de capitais brasileiro e tutela coletiva dos interesses*. São Paulo, 2009. Dissertação (Mestrado em Direito). Pós-graduação em Direito da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo – USP.

VASCONCELLOS, Marco Antonio Sandoval de; GARCIA, Manuel E. *Fundamentos de Economia*. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2005.

WELLISCH, Julya Sotto Mayor; SANTOS, Alexandre Pinheiro dos. O termo de compromisso no âmbito do mercado de valores mobiliários. *Interesse Público – IP*, Belo Horizonte, ano 11, n. 53, jan./fev. 2009.

WHITE, Maria Clara Isoldi. A nova constituição e a regulamentação do sistema financeiro. *Revista da CVM*, nº 15, jan./fev./mar. 1987.