IV CONGRESSO NACIONAL DA FEPODI

DIREITO EMPRESARIAL

LIVIA GAIGHER BOSIO CAMPELLO

MARIANA RIBEIRO SANTIAGO

Copyright © 2016 Federação Nacional Dos Pós-Graduandos Em Direito

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 – FEPODI
Presidente - Yuri Nathan da Costa Lannes (UNINOVE)
1º vice-presidente: Eudes Vitor Bezerra (PUC-SP)
2º vice-presidente: Marcelo de Mello Vieira (PUC-MG)
Secretário Executivo: Leonardo Raphael de Matos (UNINOVE)
Tesoureiro: Sérgio Braga (PUCSP)
Diretora de Comunicação: Vivian Gregori (USP)
1º Diretora de Políticas Institucionais: Cyntia Farias (PUC-SP)
Diretor de Relações Internacionais: Valter Moura do Carmo (UFSC)
Diretor de Instituições Particulares: Pedro Gomes Andrade (Dom Helder Câmara)
Diretor de Instituições Públicas: Nevitton Souza (UFES)
Diretor de Eventos Acadêmicos: Abimael Ortiz Barros (UNICURITIBA)
Diretora de Pós-Graduação Lato Sensu: Thais Estevão Saconato (UNIVEM)
Vice-Presidente Regional Sul: Glauce Cazassa de Arruda (UNICURITIBA)
Vice-Presidente Regional Sudeste: Jackson Passos (PUCSP)
Vice-Presidente Regional Norte: Almério Augusto Cabral dos Anjos de Castro e Costa (UEA)
Vice-Presidente Regional Nordeste: Osvaldo Resende Neto (UFS)
COLABORADORES:
Ana Claudia Rui Cardia
Ana Cristina Lemos Roque
Daniele de Andrade Rodrigues
Stephanie Detmer di Martin Vienna
Tiago Antunes Rezende

ET84

Ética, ciência e cultura jurídica: IV Congresso Nacional da FEPODI: [Recurso eletrônico on-line] organização FEPODI/ CONPEDI/ANPG/PUC-SP/UNINOVE;
coordenadores: Livia Gaigher Bosio Campello, Mariana Ribeiro Santiago – São Paulo: FEPODI, 2015.

Inclui bibliografia
ISBN: 978-85-5505-143-2
Modo de acesso: www.conpedi.org.br em publicações
Tema: Ética, ciência e cultura jurídica

1. Direito – Estudo e ensino (Pós-graduação) – Brasil – Congressos. 2. Ética. 3. Ciência. 4. Cultura jurídica. I. Congresso Nacional da FEPODI. (4. : 2015 : São Paulo, SP).

CDU: 34

---

www.fepodi.org

IV CONGRESSO NACIONAL DA FEPODI

DIREITO EMPRESARIAL

Apresentação

Apresentamos à toda a comunidade acadêmica, com grande satisfação, os anais do IV Congresso Nacional da Federação de Pós-Graduandos em Direito – FEPODI, sediado na Pontifícia Universidade Católica de São Paulo –PUC/SP, entre os dias 01 e 02 de outubro de 2015, com o tema "Ética, Ciência e Cultura Jurídica".

Na quarta edição destes anais, como resultado de um trabalho desenvolvido por toda a equipe FEPODI em torno desta quarta edição do Congresso, se tem aproximadamente 300 trabalhos aprovados e apresentados no evento, divididos em 17 Grupos de Trabalhos, nas mais variadas áreas do direito, reunindo alunos das cinco regiões do Brasil e de diversas universidades.

A participação desses alunos mostra à comunidade acadêmica que é preciso criar mais espaços para o diálogo, para a reflexão e para a trota e propagação de experiências, reafirmando o papel de responsabilidade científica e acadêmica que a FEPODI tem com o direito e com o Brasil.

O Formato para a apresentação dos trabalhos (resumos expandidos) auxilia sobremaneira este desenvolvimento acadêmico, ao passo que se apresenta ideias iniciais sobre uma determinada temática, permite com considerável flexibilidade a absorção de sugestões e nortes, tornando proveitoso aqueles momentos utilizados nos Grupos de Trabalho.

Esses anais trazem uma parcela do que representa este grande evento científico, como se fosse um retrato de um momento histórico, com a capacidade de transmitir uma parcela de conhecimento, com objetivo de propiciar a consulta e auxiliar no desenvolvimento de novos trabalhos.

Assim, é com esse grande propósito, que nos orgulhamos de trazer ao público estes anais que, há alguns anos, têm contribuindo para a pesquisa no direito, nas suas várias especialidades, trazendo ao público cada vez melhores e mais qualificados debates, corroborando o nosso apostolado com a defesa da pós-graduação no Brasil. Desejamos a você uma proveitosa leitura!

São Paulo, outubro de 2015.

Yuri Nathan da Costa Lannes

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. 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 processo administrativo sancionador 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 processos administrativos sancionadores 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, 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 was noticed that, in accordance with Article 11, § 5 of Law No. 6.385 /76, the rules issued by CVM, which governs administrative sanctioning proceedings 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 administrative sanctioning proceedings 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, Consent decree

Introdução

O objetivo 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 (acordo substitutivo), mecanismo previsto no arcabouço legal e regulatório do mercado de capitais.

Tal instrumento contempla uma possibilidade de reação alternativa do órgão regulador à aplicação das penalidades previstas na Lei nº 6.385/76, aos acusados de práticas ilegais e/ou não equitativas, em apuração no âmbito de processos administrativos sancionadores (PAS). Neste sentido, formula-se o seguinte problema de pesquisa, o qual se buscará responder com a investigação: as previsões normativas que contemplam a possibilidade de o acusado, no âmbito do processo administrativo sancionador (PAS), propor o termo de compromisso, por si só, tornam oportuna e conveniente a celebração, pela CVM, de acordos substitutivos em demasiada escala?

A fim de analisar esta questão, fez-se revisão da literatura já publicada sobre o tema, 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.

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, após apuração e verificação, mediante processo administrativo sancionador, de atos violadores do arcabouço legal, regulatório e das práticas equitativas perante o mercado. A apenação, segundo o diploma legal, 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 termo de compromisso, obrigando-se a: I - cessar a prática de atividades ou atos considerados ilícitos pela Comissão de Valores Mobiliários; e II - corrigir as irregularidades apontadas, inclusive indenizando os prejuízos.

O processo administrativo sancionador observará o procedimento fixado pela própria CVM no exercício de seu poder normativo. Atualmente, o PAS se encontra 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, de 29 de janeiro de 2014 (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 termo de compromisso (TC), 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, de 17 de agosto de 2005), que aborda o procedimento do instituto em questão, pela Portaria CVM PTE nº 71, de 17 de agosto de 2005, e pela Portaria CVM PTE nº 066 , de 01 de abril 2008.

Dinâmica do termo de compromisso

Exceto quando da apuração de irregularidades relacionadas com a Lei nº 9.613, de 3 de março de 1998 e também nos casos disciplinados na Instrução CVM nº 301, de 16 de abril de 1999, a autarquia tem autorização para celebrar TC nos demais processos administrativos 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 Controle de Processos Administrativos – CCP até 30 (trinta) dias após a apresentação de defesa (Em casos excepcionais, nos quais se entenda que o interesse público determina a análise de proposta de celebração de termo de compromisso apresentada fora do prazo, tais como os de oferta de indenização substancial aos lesados pela conduta objeto do processo e de modificação da situação de fato existente quando do término do referido prazo, o Colegiado examinará o pedido. Nestes casos, o interessado deve encaminhar a proposta de celebração ao Relator do processo administrativo sancionador, que submeterá à apreciação do Colegiado.). 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)[1], 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 do compromisso, e a adequação da proposta formulada pelo acusado, propondo ao Colegiado sua aceitação ou rejeição, tendo em vista a oportunidade e a conveniência na celebração do compromisso, 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 TC 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 ao proponente, ao término das negociações, aditar os termos de

[1] A composição atual do Comitê está disciplinada no artigo 2º da Portaria CVM PTE nº 71/05, com redação dada pela Portaria CVM PTE nº 066/08. 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.

sua proposta inicial, no prazo assinalado pelo Comitê. Nesta hipótese de negociação, o prazo para elaboração de parecer será contado da data em que concluída a negociação ou apresentado o aditamento à proposta inicial, conforme o caso.

A proposta de celebração de TC, acompanhada do parecer do CTC, será submetida à deliberação do Colegiado, que decidirá sobre a sua aceitação ou rejeição. Aprovadas as condições para a celebração do compromisso, lavrar-se-á termo, que será assinado pelo Presidente da CVM, pelas partes interessadas e duas testemunhas, suspendendo-se o PAS em curso, pelo prazo estipulado para o cumprimento do compromisso.

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 em sua celebração.

Análise dos principais aspectos teóricos e práticos do termo de compromisso

Segundo SILVEIRA (2006), a natureza jurídica do TC se aproxima da transação, na medida em que caracteriza um acordo entre o acusado e a CVM.

MUTO e YOKOI (2008) anotam que 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.

Através do TC, há a possibilidade de reparação dos danos aos investidores lesados, embora estes sequer sejam partes no processo. Leciona EIZIRIK (2011) 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 apresentem maiores informações sobre a quantificação do valor que poderá vir a ser-lhes pago para reparar seus danos. 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 SILVEIRA (2009), 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 PAS que estava suspenso por ocasião do acordo. Esta conduta não é considerada *bis in idem*, tendo em vista que o TC não aplica penalidades, ms sim impõe obrigações (MORAES, 1998).

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 TC caracterizaria crime de desobediência, conforme o artigo 330 do Código Penal. A doutrina criticava este parágrafo. Para EIZIRIK (2011), não se configuraria este crime por não se expedir, quando da assinatura do termo, qualquer tipo de ordem pela CVM. Por ter o compromisso uma natureza negocial, não há ordem, mas tão somente um simples acordo.

Outra questão importante é que o descumprimento do TC 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 (SILVEIRA, 2009).

Uma vez confirmado que o TC 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 vícios (SILVEIRA, 2009).

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 título (TANJI, 2009).

Tal como previsto na legislação pertinente, a CVM pode rejeitar propostas de TC. No ano de 2005, foi feito um levantamento dos inquéritos para averiguar motivos que levaram a CVM rejeitar ou aceitar os termos, cujos dados são os seguintes: 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 elementos conveniência e oportunidade e na falta de raparação 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 regulamentação (SILVEIRA, 2009).

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 TANJI (2009, p. 101), foi seguido de: "(i) julgamento do feito pelo Colegiado da CVM com a aplação 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 autora"[2].

Na prática, muitos termos de compromisso tem 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 condenação (CARRION, 2011). Vale ressaltar que,

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

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” (TANJI, 2009, p. 102).

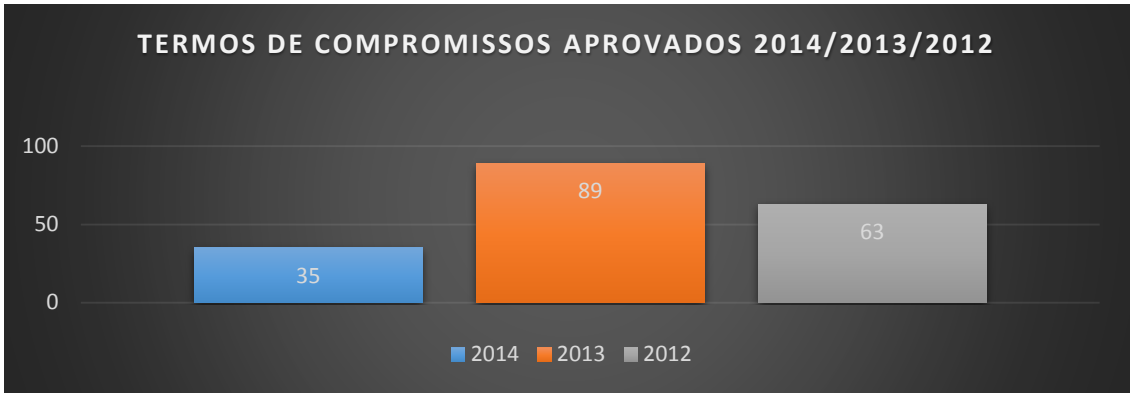
Em interessante exercício de aplicação da metodologia de tese/antítese, a Revista Capital Aberto publicou dois artigos de opinião, em que os autores deveriam enfrentar a seguinte questão: “Os termos de compromisso estão sendo utilizados em demasia pela CVM?”. Segundo CHAVES (2010), o mecanismo tem sido 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 (2010) defende que não há uso excessivo, na 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 infratores.

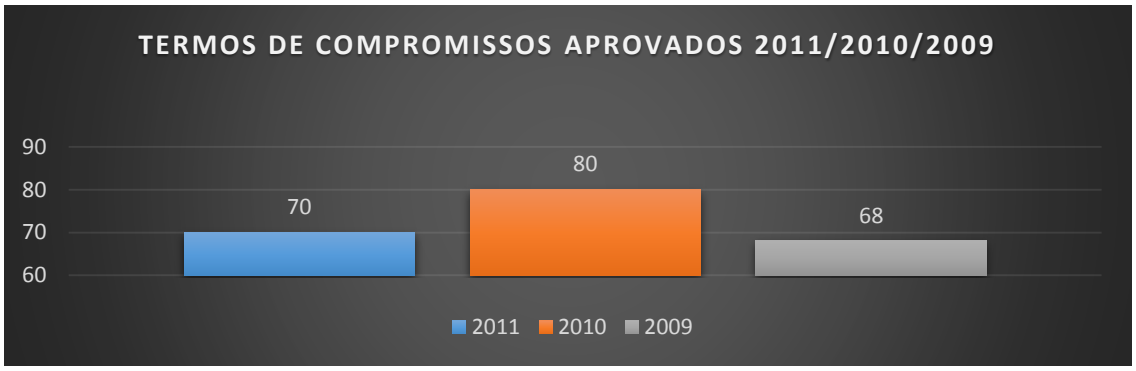
O termo de compromisso no período 2009/2014: banalização do uso do instrumento regulatório?

Para uma melhor a avaliação do termo de compromisso 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, junto à CVM.

Considerando a necessidade de recorte, (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) foram levantados os termos de compromissos aprovados nos anos de 2009, 2010, 2011, 2012, 2013 e 2014. 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 demonstram os quantitativos anuais de acordos substitutivos aprovados pelo órgão regulador em cada ano do período selecionado.





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.

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 acordo substitutivo não pode ser banalizado 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 Comissão de Valores Mobiliários 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.

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 TC. 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.

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.

Conclusões

Com a pesquisa, percebeu-se que o termo de compromisso, como possibilidade de reação alternativa às penalidades listadas na Lei nº 6.385/76, caracteriza um importante mecanismo regulatório à disposição da CVM.

Por outro lado, acredita-se que essa possibilidade de o acusado, no âmbito do processo administrativo sancionador, propor a celebração de termo de compromisso, não torna, por si só, oportuna e conveniente a celebração de compromissos em larga escala.

Tratando-se de instrumento regulatório, 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, aquele que o utiliza, no caso a CVM, deve pautar-se pela observância de suas finalidades institucionais.

Acredita-se que o 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.

Referências

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.

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

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 Caítais*, São Paulo, nº 4, jul-set, 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/colegiado-da-cvm-amplia-uso-de-termos-de-compromisso/#.VZxPO lK4JMp. Acesso em: 07 jul. 2015.

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.

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.