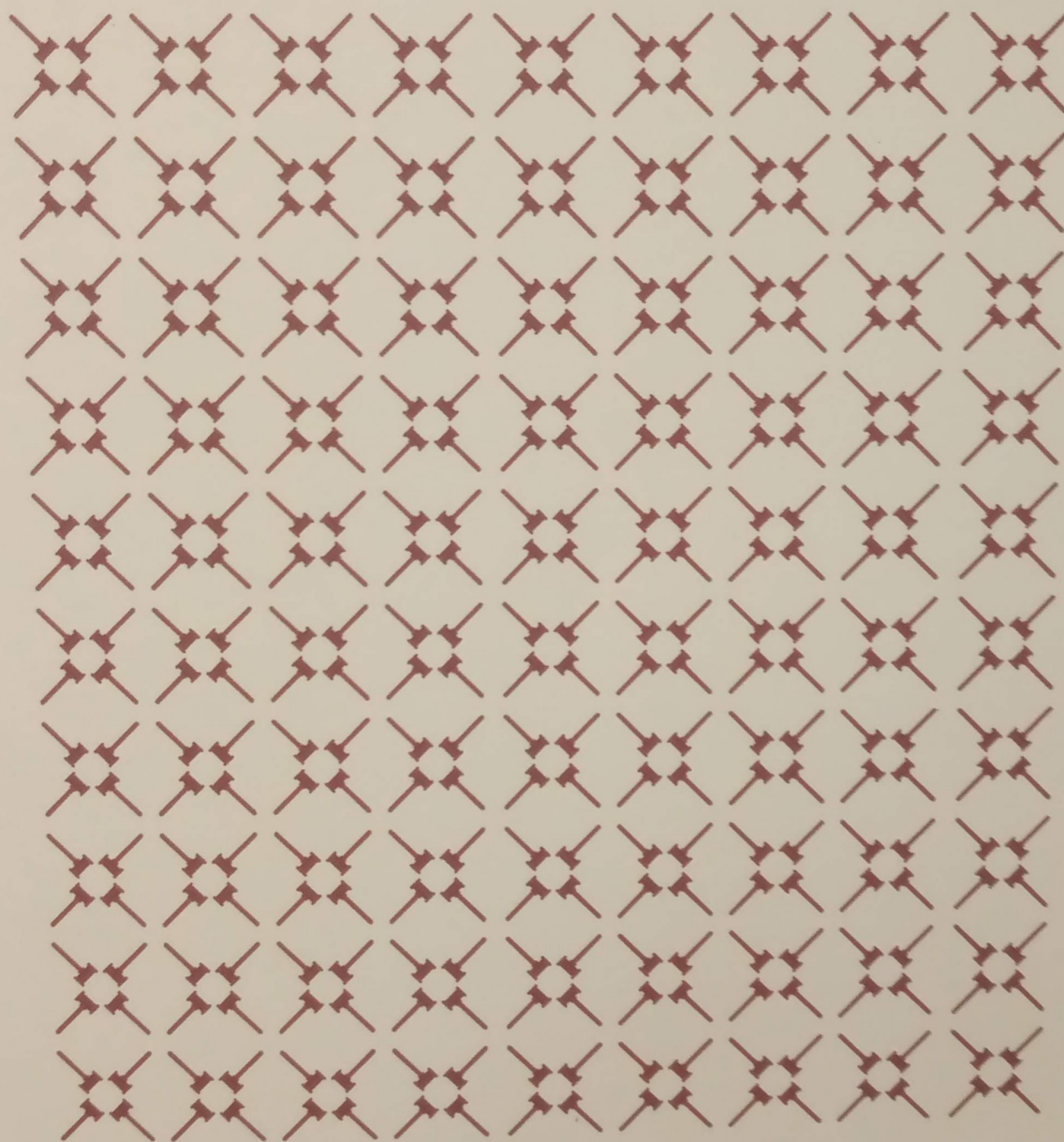


O NOVO REGIME SANCIONADOR NOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS

UMA ANÁLISE DA LEI 13.506/17



ORGANIZADORES

Rui Fernando Ramos Alves,
Pedro Henrique Pessanha Rocha
e Fabiano Jantalia Barbosa



EDITORA
IASP

ORGANIZADORES

RUI FERNANDO RAMOS ALVES

PEDRO HENRIQUE PESSANHA ROCHA

FABIANO JANTALIA BARBOSA

**O NOVO REGIME SANCIONADOR NOS
MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS -
UMA ANÁLISE DA LEI 13.506/17**



EDITORA
IASP

São Paulo
2019

ISBN 978-85-69419-47-1

O NOVO REGIME SANCIONADOR NOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS - UMA
ANÁLISE DA LEI 13.506/17

@ Edição e Distribuição da Editora IASP

O Autor desta obra goza da mais ampla liberdade de opinião e de crítica,
cabendo-lhe a responsabilidade das ideias e conceitos emitidos em seu trabalho.

Instituto dos Advogados de São Paulo - IASP

CNPJ 43.198.555/0001-00
Av. Paulista, 1294 - 19º andar - CEP 01310-915
São Paulo - SP - Brasil

Fundado em 29 de Novembro de 1874

Site: www.iasp.org.br
E-mail: iasp@iasp.org.br

TODOS OS DIREITOS RESERVADOS. Proibida a reprodução total ou parcial, por qualquer meio ou processo, especialmente por sistemas gráficos, microfílmicos, fotográficos, reprográficos, fonográficos, videográficos. Vedada a memorização e/ou a recuperação total ou parcial, bem como a inclusão de qualquer parte desta obra em qualquer sistema de processamento de dados. Essas proibições aplicam-se também às características gráficas de obra e à sua editoração. A violação dos direitos autorais é punível como crime (art. 184 e parágrafos, do Código 110 da Lei 9.610, de 19.02.1998, Lei dos Direitos Autorais).

Revisão: Instituto dos Advogados de São Paulo

Capa e diagramação: Tábata Gerbasi

Impressão: Gráfica Forma Certa
Impresso no Brasil: [Setembro-2019]



EDITORA
IASP

São Paulo, Setembro de 2019

A FUNÇÃO SANCIONADORA DA CVM, SUAS FERRAMENTAS INDENIZATÓRIAS E SEUS LIMITES

Daniel Kalansky¹

Guilherme Setoguti J. Pereira²

1. INTRODUÇÃO

A Lei nº 13.506/2017 é o mais novo marco do processo administrativo sancionador. Além de trazer novas ferramentas para o *enforcement* no mercado de capitais, o diploma também amplia mecanismos já existentes. Nesse sentido, a Lei nº 13.506/2017 impacta diretamente a atuação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), ente regulador do mercado de valores mobiliários que exerce função sancionadora.

Com este estudo buscaremos analisar algumas das funções exercidas pela CVM, e evidenciar alguns dos desafios enfrentados pela autarquia na atualidade. A seguir examinaremos três anos para trás (2015, 2016 e 2017) e procuraremos verificar, a título de exercício, como poderia ter sido o julgamento da CVM caso a nova lei estivesse em vigor. Com isso, temos por objetivo entender qual será o impacto das novas normas em julgamentos futuros. Também buscaremos refletir se a nova lei modifica, de alguma forma, eventual ferramenta indenizatória da CVM para proteção dos investidores.

1. Professor do Insper. Mestre em Direito Comercial pela USP. Ex-presidente do Instituto Brasileiro de Direito Empresarial – IBRADEMP. Sócio de Loria e Kalansky Advogados.

2. Professor do Insper e do Ibmecc. Doutor e Mestre pela USP. Sócio de Setoguti Advogados.

2. OLHANDO TRÊS ANOS PARA TRÁS. COMO SERÁ O JULGAMENTO DOS NOVOS PROCESSOS?

Além das funções regulamentadora e fiscalizadora, a CVM também exerce função *sancionadora*, mediante a qual exerce seu poder punitivo e impõe penas previstas em lei.

A competência sancionadora da CVM decorre dos incisos V e, sobretudo, VI do art. 9º da Lei nº 6.385/1976, que estabelecem ser de sua alçada “apurar, mediante processo administrativo, atos ilegais e práticas não equitativas de administradores, membros do conselho fiscal e acionistas de companhias abertas, dos intermediários e dos demais participantes do mercado” e “aplicar aos autores das infrações indicadas no inciso anterior as penalidades previstas no art. 11, sem prejuízo da responsabilidade civil ou penal”.

Já o art. 11 da Lei nº 6.385/76 arrola as medidas de que o ente regulador pode lançar mão no exercício de sua atividade sancionadora, como advertência, multa, suspensão e inabilitação para o exercício de cargos e suspensão e cassação da autorização para o exercício de atividades e operações. A Lei nº 13.506/2017, de 13 de novembro de 2017, trouxe inúmeras alterações à Lei nº 6.385/1976, inclusive em seu art. 11, como é o caso da regra que prevê que a CVM poderá “proibir os acusados de contratar, por até 5 (cinco) anos, com instituições financeiras oficiais e de participar de licitação que tenha por objeto aquisições, alienações, realizações de obras e serviços e concessões de serviços públicos, no âmbito da administração pública (...) e das entidades da administração pública indireta”.

As alterações trazidas pela Lei nº 13.506/2017 ocasionarão importantes mudanças à atuação sancionadora da CVM. Dessa forma, é relevante a busca pelo entendimento de como essas normas impactarão a atuação do regulador. Para tanto, nesse ponto nos propomos um exercício de reflexão acerca de como a nova lei impactaria casos já julgados pela CVM, olhando os últimos três anos,³

3. Para uma análise pormenorizada dos julgados da CVM nos anos de 2015, 2016 e 2017 ver: LORIA, Eli; KALANSKY, Daniel. *Processo Sancionador e Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2016; LORIA, Eli; KALANSKY, Daniel. *Processo Sancionador e Mercado de Capitais II*. São Paulo: Quartier Latin, 2017; e LORIA, Eli; KALANSKY, Daniel. *Processo Sancionador e Mercado de Capitais III*. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

buscando compreender no quê as decisões seriam diferentes. Evidentemente, isso tem o mero intuito de proporcionar uma ideia sobre como poderão ser, no futuro, os julgamentos do Colegiado sob a vigência da nova lei.

Valor da multa

Uma primeira alteração relevante a ser apontada diz respeito ao limite das multas aplicadas pela CVM. Antes da alteração, o § 1º do art. 11 da Lei nº 6.385/1976 previa que:

§ 1º - A multa não excederá o maior destes valores:

I - R\$ 500.000,00 (quinhentos mil reais);

II - cinqüenta 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.

Com a entrada em vigor da Lei nº 13.506/2017, o mesmo dispositivo passou a prever que:

§ 1º A multa deverá observar, para fins de dosimetria, os princípios da proporcionalidade e da razoabilidade, a capacidade econômica do infrator e os motivos que justifiquem sua imposição, e não deverá exceder o maior destes valores:

I - R\$ 50.000.000,00 (cinquenta milhões de reais);

II - o dobro do valor da emissão ou da operação irregular;

III - 3 (três) vezes o montante da vantagem econômica obtida ou da perda evitada em decorrência do ilícito; ou

IV - o dobro do prejuízo causado aos investidores em decorrência do ilícito.

A alteração legislativa poderia impactar, por exemplo, o PAS CVM nº 03/2012, julgado em 15 de dezembro de 2016, no qual o Colegiado da CVM analisou atos que teriam levado ao desvio de valores aportados pelo Banco do Brasil S.A. (“Banco”) em determinado fundo. No caso, a área técnica da CVM apontou que Henrique Pizzolato, um dos acusados, na qualidade de diretor do Banco, teria sido signatário de, pelo menos, três notas técnicas, que teriam repassado recursos do fundo para conta corrente de livre movimentação da DNA Propaganda Ltda., as quais ultrapassariam a casa dos R\$ 50 milhões⁴.

A acusação sustentou que Henrique Pizzolato teria participado da tomada de decisões desrespeitando as alçadas decisórias nos processos de aprovação de notas técnicas que repassaram recursos à agência. A acusação destacou ainda que não haveria comprovação de qualquer vantagem obtida pelo Banco do Brasil por conta da referida prática.

Na ocasião, o Colegiado da CVM decidiu aplicar a Henrique Pizzolato a pena de multa pecuniária no valor de R\$ 500.000,00, que era um dos limites máximos previstos pelo § 1º do art. 11 da Lei nº 6.385/1976 antes da alteração. No entanto, dentre os votos foi destacado que tal valor, previsto no inciso I do § 1º do art. 11, foi aplicado devido à impossibilidade de se calcular as penalidades previstas nos incisos II e III do mesmo dispositivo. Nesse sentido, foi apontado pelos diretores que o valor não seria suficiente para punir efetivamente o acusado.

Vale transcrevermos excerto da decisão proferida pelo Diretor Gustavo Borba no referido julgamento:

“A gravidade e a natureza das infrações cometidas por Pizzolato possuem características bem diversas das infrações cometidas pelo Diretores de Varejo. Assim, a multa no valor

4. O Supremo Tribunal Federal – STF já reconheceu, no âmbito da Ação Penal nº 470, que a atuação de Henrique Pizzolato, desde que assumiu o cargo de diretor estatutário em 2003, em violação às normas internas da Companhia, foi determinante para a materialização do esquema lesivo aos interesses do Banco do Brasil S.A.

de R\$ 500.000,00 seria insuficiente para punir efetivamente a conduta perversamente dolosa do acusado, que tão grandes prejuízos causou ao Banco do Brasil (...).”

Veja-se a este propósito a reflexão do então presidente da CVM, Leonardo Pereira, no caso em tela:

“12. Assim, por uma razão lógica, é necessário que se identifique e quantifique com segurança e precisão os valores efetivamente envolvidos nos atos ilícitos para que seja possível calcular as penalidades previstas nos incisos II e III do §1º do art. 11, quais sejam, cinquenta por cento do valor da emissão ou operação irregular, ou três vezes o montante da vantagem econômica obtida, ou perda evitada.

13. Ocorre que, dependendo da complexidade dos fatos implicados na acusação, nem sempre será possível realizar essas identificação e quantificação de forma clara. Logo, o julgador poderá não dispor dos meios para aplicar estas modalidades de penalizações.

14. Justamente para evitar cenários como esse, a CVM propôs, recentemente, a reforma da Lei 6.385. A proposta, atualmente em análise pelo Poder Executivo, prevê, dentre outras questões, a atualização dos patamares de sanção da Autarquia, o que deverá contribuir para aperfeiçoar a efetividade, e mesmo a proporcionalidade, de nossa atividade sancionadora.

15. Voltando ao caso em questão, considerando que Henrique Pizzolato assinou ao menos três notas de repasse, a antecipação de recursos com a sua participação atinge a ordem de R\$64,7 milhões.

16. No entanto, diante dos elementos de que dispõe a Autarquia e das informações disponíveis nos autos, entendo não ser possível mensurar, de forma segura e precisa, como requer a sistemática da Lei 6.385, o montante da vantagem

econômica efetivamente obtida por Henrique Pizzolato em decorrência de sua atuação ilícita.

17. Pelo contrário, a atuação de Henrique Pizzolato se insere, nas palavras do Ministro Joaquim Barbosa, em um contexto de “extrema complexidade”, formado pelo concurso de inúmeras condutas ilícitas, que viabilizaram e deram origem ao chamado “escândalo do Mensalão”, julgado pelo STF em 2012 (e, no âmbito do qual, diga-se novamente, dos três aqui acusados, apenas Pizzolato figurou como réu).

18. Justamente por essa complexidade, o STF considerou, nos termos do voto do Relator, Ministro Joaquim Barbosa, não ser possível identificar com precisão qual seria o montante devido por cada réu naquele feito, em decorrência dos atos ilícitos por eles praticados.

19. Tanto é que a questão tem sido objeto de discussão no Judiciário, no âmbito de ação de liquidação de sentença penal condenatória por arbitramento, promovida pela Companhia em face de Henrique Pizzolato junto à 20ª Vara Cível de Brasília/DF5, que engloba fatos que tangenciam os discutidos no presente PAS.

20. Assim, em observância ao limite máximo previsto no inciso I do §1º do art. 11 da Lei 6.385, acompanho o Relator, Diretor Roberto Tadeu, votando pela condenação de Henrique Pizzolato, por infração ao art. 155 da Lei 6.404, à multa de R\$500.000,00.”

É interessante notar que, caso a nova legislação vigorasse à época dos fatos objeto do PAS CVM nº 03/2012, a multa aplicada poderia ser, em teoria, substancialmente maior, notadamente porque o inciso I do § 1º do art. 11 da Lei nº 6.385/1976 passou a prever o limite de R\$ 50 milhões. Isto porque em casos em que não seja possível mensurar o montante da vantagem econômica efetivamente obtida em decorrência da atuação ilícita, a nova lei possibilitou que o parâmetro de pena de R\$ 500 mil seja aumentado para até R\$ 50 milhões.

Criminalização do insider trading secundário

Outra alteração relevante é a criminalização do ilícito de *insider trading* secundário. Antes da alteração, o art. 27-D da Lei nº 6.385/1976 previa que:

Art. 27-D. Utilizar informação relevante ainda não divulgada ao mercado, de que tenha conhecimento e da qual deva manter sigilo, capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiro, com valores mobiliários:

Pena – reclusão, de 1 (um) a 5 (cinco) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime (grifo nosso).

Com a alteração da Lei nº 13.506/2017, o dispositivo passou a ter a seguinte redação:

Art. 27-D. Utilizar informação relevante de que tenha conhecimento, ainda não divulgada ao mercado, que seja capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiros, de valores mobiliários:

Pena – reclusão, de 1 (um) a 5 (cinco) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime.

§ 1º Incorre na mesma pena quem repassa informação sigilosa relativa a fato relevante a que tenha tido acesso em razão de cargo ou posição que ocupe em emissor de valores mobiliários ou em razão de relação comercial, profissional ou de confiança com o emissor.

Desse modo, como pode ser observado da leitura comparativa entre os dispositivos, com a nova redação o art. 27-D da Lei nº 6.385/1976 passa a

considerar crime – e não apenas um ilícito administrativo – tanto o *insider* primário como o *insider* secundário. Isso ocorre porque foi suprimida do dispositivo a expressão “da qual deva manter sigilo”, de modo que o *insider* secundário, que não tem o dever de manter sigilo acerca da informação, também passou a ser abrangido pela regra – e, portanto, passou a constituir crime, juntamente com o *insider* primário.

Tal alteração poderia ter impactado o PAS CVM nº RJ25/2010, julgado em 04 de julho de 2017, e o PAS CVM nº RJ2016/5039, julgado em 26 de setembro de 2017. Os dois casos versam sobre o ilícito de *insider* secundário: no primeiro o Colegiado da CVM analisou o suposto uso de informação privilegiada na negociação de ações ordinárias de emissão da Bematech S.A., e no segundo houve análise do uso de informação privilegiada na negociação de informações privilegiadas da Aracruz Celulose S.A.

Caso a Lei nº 13.506/2017 já estivesse em vigor à época dos casos descritos acima, as condutas dos acusados poderiam ter constituído, potencialmente, não apenas um ilícito administrativo no âmbito do mercado de valores mobiliários, mas também um crime. Nesse sentido, inclusive, os julgamentos de tais casos seriam comunicados ao Ministério Público, para que tomasse as medidas cabíveis no âmbito penal – o que ocorria apenas com os casos envolvendo *insider* primário.

Cumulação de penalidades

Outra questão que sofreu alteração por meio da Lei nº 13.506/2017 é a da possibilidade de cumulação das penas previstas no art. 11 da Lei nº 6.385/1976. Antes da alteração, o *caput* do referido dispositivo apresentava a seguinte redação:

Art. 11. A Comissão de Valores Mobiliários poderá impor aos infratores das normas desta Lei, da lei de sociedades por ações, das suas resoluções, bem como de outras normas legais cujo cumprimento lhe incumba fiscalizar, as seguintes penalidades: (...).

Com o advento da Lei nº 13.506/2017 o mesmo dispositivo passou a contar com a seguinte redação:

Art. 11. A Comissão de Valores Mobiliários poderá impor aos infratores das normas desta Lei, da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (Lei de Sociedades por Ações), de suas resoluções e de outras normas legais cujo cumprimento lhe caiba fiscalizar as seguintes penalidades, isoladas ou cumulativamente: (...) (grifo nosso).

Dessa forma, com a alteração a lei passou a prever claramente a possibilidade de cumulação das penas previstas no art. 11. Tal mudança é significativa, uma vez que o Colegiado da CVM vinha assumindo, majoritariamente, o entendimento de que a cumulação não era possível.

Tal alteração poderia ter impactado, por exemplo, o PAS CVM nº RJ2014/6515, julgado em 15 de dezembro de 2016, no qual o Colegiado da CVM apurou a responsabilidade de determinados acusados pelo exercício da atividade de administração profissional de carteira de valores mobiliários sem prévia autorização da autarquia, em infração ao art. 23 da Lei nº 6.385/1976, c/c o art. 3º da Instrução CVM nº 306/1999.

Na ocasião, houve divergências entre os diretores acerca da possibilidade de cumulação das penalidades aplicadas, sendo que parte do Colegiado decidiu cumular as penas de multa e de inabilitação temporária – previstas nos incisos II e IV do art. 11 –, enquanto que outra parte entendeu que só poderia ser aplicada a pena de inabilitação temporária.

Em defesa da possibilidade de cumulação das penalidades, vale conferir o voto proferido pelo Diretor Relator Henrique Moreira no âmbito do aludido caso:

“Neste ponto, embora o Colegiado já tenha se manifestado contrariamente à possibilidade da cumulação das penalidades previstas no artigo 11 da Lei nº 6.385/76, no julgamento do PAS 24/200010, em 18.08.2005, a questão merece nova reflexão por este tribunal administrativo. Com efeito, mesmo numa interpretação literal, não há na expressa dicção do art. 11 da Lei nº 6.385/76 qualquer elemento que se permita concluir pela impossibilidade de cumulação das penas ali descritas. Ao contrário, o caput do dispositivo é claro ao conferir a esta CVM o poder para aplicar aos infratores todas

as penalidades elencadas em seus incisos.”

Opondo-se à cumulação das penalidades, o voto proferido pelo Diretor Pablo Renteria:

“Dirirjo (...), da aplicação cumulada de penalidades pela prática de uma única infração. Em linha com o precedente deste Colegiado, entendo que tal prerrogativa não encontra amparo na lei. Ainda que se possa controverter os limites do princípio da legalidade, dada a complexidade e a maleabilidade da ordem jurídica vigente, parece-me necessário observar estritamente as disposições legais, ao menos em matéria punitiva, por cuidar-se de atividade estatal que sempre recebeu do constituinte o mais intenso controle.”

No caso em questão prevaleceu o entendimento de que a cumulatividade não seria permitida pela legislação. Mas caso a Lei nº 13.506/2017 já estivesse em vigor à época do referido caso, é possível que os acusados tivessem recebido mais de uma pena – o que deve ser considerado para os futuros julgamentos pelo Colegiado da CVM.

A alteração do art. 11 da Lei nº 6.385/1976 no tocante à cumulação de penas poderia ter impactado ainda o PAS CVM nº RJ2014/8149, julgado em 15 de dezembro de 2016, no qual o Colegiado da CVM também apurou responsabilidades pelo exercício da atividade de administração profissional de carteira de valores mobiliários sem prévia autorização da CVM, em infração ao art. 23 da Lei nº 6.385/1976, c/c o art. 3º da Instrução CVM nº 306/1999.

Nesse segundo caso também houve divergências entre os diretores acerca da possibilidade de cumulação das penalidades aplicadas. Nesse sentido, o Diretor Relator Henrique Moreira defendeu a possibilidade de cumulação de penas e sustentou que:

“No caso em exame, seria ineficaz aplicar somente pena de multa, permitindo que agentes como os Acusados pudessem

continuar atuando, direta, ou indiretamente, nos mercados regulados pela CVM, mesmo após terem apresentado comportamento tão reprovável na administração irregular de recursos de terceiros. Do mesmo modo, apenas aplicar proibição temporária para atuar nos mercados regulados não seria suficiente para, isoladamente, atingir as finalidades pedagógica e repressiva da pena, haja vista o locupletamento dos Acusados, o que torna indispensável reprimenda de cunho patrimonial.

35. Assim, a sanção para atingir seus fins no presente caso deve compreender, necessariamente, aspectos de cunho pecuniário e de interdição de direitos dos agentes, uma vez que os Acusados atacaram gravemente importante bem jurídico protegido pela CVM, qual seja, a confiabilidade dos investidores no mercado de valores mobiliários.”

Opondo-se à cumulação de penas, confira-se o voto do Diretor Pablo Renteria:

“Por maior que seja o espaço reservado à CVM na definição da penalidade apropriada para cada infração, prevalece, no estado democrático de direito, o princípio da tipicidade das sanções administrativas, cumprindo, assim, respeitar os contornos estabelecidos pelo legislador para o exercício da atividade punitiva. Por isso que a ausência de previsão explícita na Lei nº 6.395/76 traduz, a meu ver, argumento relevante contra a possibilidade de cumulação de penalidades pela CVM, até porque, em outras searas do direito punitivo, notadamente no direito penal, a cumulação é precedida de expressa autorização legislativa.”

Nesse caso também prevaleceu o entendimento de que a cumulatividade não seria permitida pela legislação. Mas de modo semelhante ao primeiro caso aqui analisado, caso a Lei nº 13.506/2017 já estivesse em vigor à época do PAS CVM nº RJ2014/8149, os acusados poderiam ter recebido diferentes penas de modo cumulado.

Inabilitação, suspensão e proibição temporária

Uma inovação polêmica está prevista no § 2º do art. 34 da Lei nº 13.506/2017, que excluiu o efeito suspensivo automático (*ex lege*) da decisão do Colegiado da CVM nos recursos administrativos contra decisão que impuser penas de:

Inabilitação temporária para o exercício de cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na CVM;

Suspensão de autorização ou registro para o exercício das atividades de que trata a Lei do Mercado de Capitais;

Inabilitação temporária para o exercício das atividades de que trata a Lei do Mercado de Capitais;

Proibição temporária de praticar determinadas atividades ou operações para os integrantes do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na CVM;

Proibição temporária de atuar, direta ou indiretamente, em uma ou mais modalidades de operação no mercado de valores mobiliários.

Nos termos da nova lei:

Art. 34. § 2º O recurso interposto contra decisão que impuser as penalidades previstas nos incisos IV, V, VI, VII e VIII do art. 11 da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, será recebido com efeito devolutivo, e o recorrente poderá requerer o efeito suspensivo à autoridade prolatora da decisão, nos termos de regulamentação editada pela Comissão de Valores Mobiliários.

Não há dúvida de que se trata de uma penalidade realmente muito grave. Imagine-se um diretor de companhia aberta que depende de seu trabalho como executivo para viver. Seria justo aplicar tal penalidade de imediato, independentemente da interposição de recurso, ainda que seja possível pleitear a concessão de efeito suspensivo?

Tal alteração legislativa poderia ter impactado, por exemplo, o PAS CVM nº RJ2014/3624, julgado em 09 de maio de 2017. No caso, o Colegiado analisou a conduta de um diretor da GWI Asset Management S.A., o qual era responsável pela administração de carteira de valores mobiliários, em razão da não observância do limite de concentração por emissor estabelecido no regulamento e no prospecto do fundo de investimentos GWI Leverage, em infração ao art. 65, inciso XIII, c/c o art. 88, caput, e art. 65-A, inciso I, da Instrução CVM nº 409/2004.

Na ocasião, o Colegiado da CVM condenou, por unanimidade, o diretor em questão à penalidade de suspensão da autorização para administração profissional de carteira de valores mobiliários pelo prazo de cinco anos.

Caso a Lei nº 13.506/2017 já estivesse em vigor quando da ocorrência daqueles fatos, a pena de suspensão produziria seus efeitos relativamente ao diretor em questão logo após a condenação pela CVM, uma vez que eventual recurso ao CRSFN deixaria de ter efeito suspensivo. E ainda que o condenado requeresse o efeito suspensivo à CVM, esse poderia ver seu pleito negado, ficando impossibilitado de atuar como administrador de carteira de valores mobiliários.

Diante disso, é inegável que o § 2º do art. 34 da Lei nº 13.506/2017 coloca um novo peso sobre as decisões da CVM que resultem em penas não mais passíveis de efeito suspensivo por meio de recurso. A nova regra afeta, em alguma medida, o princípio da presunção de inocência, de modo que, em casos futuros, o Colegiado precisará ponderar cuidadosamente os efeitos práticos de suas decisões na esfera pessoal dos acusados. Nesse sentido, destacamos que, no caso acima descrito, a suspensão do condenado por prazo de cinco anos poderia comprometer, gravemente, sua carreira – o que precisará ser levado em consideração pelo Colegiado em casos futuros.

Considerando o que se expôs acima, é possível concluir que:

- (i) Em situações em que a CVM tenha necessidade de aplicar uma pena maior que R\$ 500.000,00, mas nas quais não podia se valer do critério de operação irregular ou vantagem indevida (como ocorreu no caso do Banco do Brasil), é provável que, a partir de agora, penas maiores sejam aplicadas, tendo em vista a alteração do valor máximo de multa para R\$ 50.000.000,00;
- (ii) O *insider* secundário deixa de ser apenas ilícito administrativo e passa a ser ilícito penal, juntamente com o *insider* primário;
- (iii) Em situações nas quais apenas uma penalidade não se mostrar suficiente, como ocorreu nos casos do PAS CVM nº RJ2014/6515 e PAS CVM nº RJ2014/8149, poderá haver a cumulação de penas;
- (iv) Diante das penalidades de inabilitação, suspensão e proibição temporária, os recursos ao CRSFN deixam de ter efeito suspensivo *ex lege*, o que o Colegiado da CVM precisará levar em consideração em suas decisões, para não causar injustiças principalmente a executivos de companhias abertas.

2. ALGUMA MUDANÇA EM TERMOS DE FUNÇÃO REPARATÓRIA DA CVM?

A análise conjunta dos dispositivos que regem a atuação da CVM nos leva à seguinte conclusão: a CVM não pode *impor* a obrigação de indenização aos agentes de mercado por meio do processo sancionador. Nem mesmo a multa prevista pelo art. 11, II, da Lei nº 6.385/1976 tem função reparadora, na medida em que reverte para o tesouro nacional. Essa multa não só não é direcionada para os prejudicados pela atividade reprimida, como não é destinada à CVM, que poderia aplicar tais valores na proteção do mercado de valores mobiliários. Essa mesma crítica é feita nos Estados Unidos: embora a SEC obtenha anualmente o

pagamento de quantias substanciais, esses valores não são direcionados a ela, mas ao departamento do tesouro.⁵

A função de proteção dos investidores desempenhada pelo regulador brasileiro, por isso, tem, entre outros limites, o de não resolver crises jurídicas que demandem reparação civil.⁶

As ferramentas por meio das quais a CVM poderia obter indenização de investidores são o termo de ajustamento de conduta, o termo de compromisso e o acordo administrativo em processo de supervisão. Embora os dois primeiros consistam em institutos diversos, previstos em legislações diferentes, já foram em algumas situações aplicados conjuntamente, por meio dos chamados termos de compromisso e de ajustamento de conduta (TCAC). Alguns exemplos do uso do TCAC são: o acordo celebrado com a Embraer no âmbito do PAS CVM RJ2015/1760, o acordo celebrado com investidor do Grupo Ipiranga no âmbito do PAS CVM nº 10/08 e o acordo celebrado com diretor da Aracruz Celulose S.A. no âmbito do PAS CVM nº 16/2008.

O *termo de ajustamento de conduta* é celebrado no âmbito da tutela civil coletiva e fundamenta-se na previsão do art. 5º, § 6º da LACP, que prevê a celebração de compromisso de ajustamento de conduta entre os supostos praticantes do ato ilícito e os “órgãos públicos legitimados” à propositura da ação civil pública. Como a CVM é um desses órgãos públicos legitimados, em razão da previsão contida no art. 5º, IV da LACP, ela tem legitimidade para firmar tais compromissos de ajustamento de conduta, sem que seja necessária a participação de outro ente público e nem mesmo homologação judicial. E já o fez em algumas ocasiões, juntamente com o Ministério Público Federal (MPF).⁷

O *termo de compromisso* é celebrado no curso de processo administrativo

5. Cf. John Coffee Jr., *Entrepreneurial litigation – its rise, fall, and future*. Cambridge: Harvard press, 2015. p. 181 e 182: “Public enforcement annually produces large recoveries, but they do not benefit the public enforcer. Instead, they go to the federal treasury. For example, in 2011, the SEC recovered some \$2,8 billion, but none of these funds went to the SEC. Instead, some are returned to investors, but must revert to the Treasury Department”.

6. Guilherme Setoguti J. Pereira, *Enforcement e tutela indenizatória no direito societário e no mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, *passim*.

7. Cf. Alexandre Pinheiro dos Santos, Fábio Medina Osório e Jullya Sotto Mayor Wellisch, *Mercado de capitais. Regime sancionador*. São Paulo: Saraiva, 2012. p. 270-274.

sancionador e se fundamenta na previsão do art. 11, §§ 5º a 8º da Lei nº 6.385/1976, conforme será exposto em detalhes a seguir.

Já o *acordo administrativo em processo de supervisão*, novidade trazida pela Lei nº 13.506/2017, pode ser celebrado com pessoas físicas ou jurídicas que confessarem a prática de infração às normas legais ou regulamentares cujo cumprimento caiba à CVM fiscalizar, tendo como fundamento o art. 30 c/c o art. 34 da Lei nº 13.506/2017. Por meio do acordo, o beneficiário pode obter a extinção da ação punitiva ou a redução de 1/3 a 2/3 da penalidade aplicável.

Tais ferramentas, entretanto, estão longe de servir como efetivos mecanismos indenizatórios. Isto porque só são celebrados se o investigado propuser a sua celebração. Se não houver tal proposta, o ilícito investigado não será indenizado no âmbito da persecução administrativa conduzida pela CVM. Enquanto acordos que são, tais ferramentas também dependem de concordância entre a CVM e o investigado, de modo que, havendo controvérsia sobre o valor do dano ou mesmo sobre a conveniência de celebração do acordo, ele não será celebrado.⁸ Por tratar-se de acordo, tem natureza negocial, e não de ordem de cessação da prática que pode ser considerada ilícita.⁹

Estudo empírico conduzido por Viviane Muller Prado e Renato Vilela chegou a conclusões interessantes com relação à utilização do termo de compromisso como ferramenta indenizatória. A primeira pergunta que aqueles pesquisadores quiseram responder foi se o termo de compromisso tem sido empregado efetivamente como um instrumento de reparação. Para tanto, cruzaram dados com o intuito de analisar a proporção de termos que estipularam indenização de prejuízos. E a análise mostrou que tal proporção é muito baixa. Em 2005 foram firmados 15 (quinze) termos, mas apenas 1 (um) contou com indenização; em 2006 foram 19 (dezenove), mas nenhum previu indenização; em 2007, de um total de 64 (sessenta e quatro), apenas 8 (oito) estipularam indenização; em 2008, foram 64 (sessenta e quatro) termos celebrados, mas apenas

8. Cf. Ana Carolina Rodrigues. A responsabilidade civil dos administradores de companhias abertas e a proteção dos acionistas minoritários. Revista de Direito Público da Economia, n. 45, 2014. p. 81 e 82: “a celebração de termo de compromisso requer a concordância entre CVM e o proponente. Trata-se, portanto, de hipótese em que a parte investigada goza de relativo poder de escolha (propor ou não o termo de compromisso e aceitar ou não as condições impostas pela autarquia), enquanto a parte prejudicada tem um papel eminentemente passivo”.

9. Cf. Modesto Carvalhosa e Nelson Eizirik, A nova Lei das S/A. São Paulo: Saraiva, 2002. p. 525.

6 (seis) previram indenização; em 2009 foram 58 (cinquenta e oito), mas apenas 2 (dois) previram indenização; em 2010 houve um total de 64 (sessenta e quatro) termos firmados, mas apenas 1 (um) previu indenização, e assim por diante, até 2013. A pesquisa indicou que ao longo de 16 anos (1997 a agosto de 2013), a CVM celebrou 430 termos de compromisso, mas apenas 30 deles previram indenização a terceiros, o que corresponde a apenas 6,9% do total.¹⁰

De acordo com outro levantamento, feito por Ana Carolina Rodrigues, do valor total arrecadado pela CVM mediante termos de compromisso celebrados entre 1º de janeiro de 1998 e 7 de abril de 2011, 77% foram destinados à CVM e apenas 23% aos prejudicados pelo ilícito.¹¹

No ano de 2017, houve apenas um termo de compromisso celebrado pela CVM que estipulava indenização aos investidores, no âmbito do PAS CVM nº 2017/1246. O caso versava sobre a aprovação, pelo conselho de administração da Brasil Insurance Participações e Administração S.A., de remuneração aos administradores superior ao montante global fixado na assembleia geral ordinária de 2012. Na ocasião, o termo celebrado previa, além do pagamento de R\$ 337.200,00 à CVM, o repasse de R\$ 1.686.000,00 à companhia.

Os apontamentos trazidos na presente seção suscitam o seguinte questionamento: quais seriam os obstáculos da utilização de tais ferramentas para que a CVM possa buscar o ressarcimento dos investidores?

Identificação e comunicação dos prejudicados

Viviane Muller Prado e Renato Vilela cogitam das hipóteses de que os danos envolvidos com termos de compromisso geralmente afetam o mercado como um todo (isto é, seriam fruto da violação a direitos difusos) e de que são de difícil mensuração.¹² A questão desdobra-se em dois problemas.

10. Cf. Viviane Muller Prado e Renato Vilela. Indenização de investidores por Termo de Compromisso". In: Processo societário II. Coord. Flávio Luiz Yarshell e Guilherme Setoguti J. Pereira São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 829.

11. Cf. Ana Carolina Rodrigues, A responsabilidade civil dos administradores de companhias abertas e a proteção dos acionistas minoritários. Revista de Direito Público da Economia, n. 45, 2014. p. 81 e 82.

12. Cf. Viviane Muller Prado e Renato Vilela. Indenização de investidores por Termo de

O primeiro deles diz com a própria identificação dos prejudicados. Como visto, se os prejudicados em potencial forem desconhecidos ou em número indeterminado, a CVM pode, com a anuência do proponente do termo, publicar editais de convocação de tais investidores, a fim de que sejam identificados e quantificados os seus danos individuais (Deliberação CVM 390, art. 11).¹³

O segundo problema – que pode ser visto como um desdobramento do primeiro – consiste nas dificuldades de cientificar todos os beneficiários do acordo e possibilitar que todos eles liquidem seus danos e, assim, a indenização seja efetivamente direcionada a quem de direito.¹⁴ Ainda que a legislação preveja ferramentas para que os prejudicados sejam identificados, essas ferramentas também apresentam suas falhas. O edital de convocação pode não desempenhar o papel de cientificar todos os envolvidos.

Não apenas a identificação, mas também a comunicação dos prejudicados, portanto, representa dificuldade.

Quantificação dos danos

Outro problema é a dificuldade na mensuração do dano. Mesmo que haja a identificação dos prejudicados, a liquidação do dano individual é difícil, o que também representa um obstáculo a que o termo de compromisso preveja a reparação.

É por conta das dificuldades com a identificação dos prejudicados e com a liquidação dos danos que, para o ilícito de *insider trading*, Alexandre Pinheiro

Compromisso”. In: Processo societário II. Coord. Flávio Luiz Yarshell e Guilherme Setoguti J. Pereira São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 831.

13. Cf. Viviane Muller Prado e Renato Vilela, Indenização de investidores por Termo de Compromisso”. In: Processo societário II. Coord. Flávio Luiz Yarshell e Guilherme Setoguti J. Pereira São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 827.

14. São procedentes, por isso, as preocupações de que “em grande parte das situações é preciso avisar o acionista ou o quotista do fundo, que se encontravam nesta posição à época da prática da ilicitude investigada. Com a possível existência de um número considerável de sujeitos, assemelhando-se à liquidação de ação coletiva, aparece a inevitável pergunta de como operacionalizar e concretizar o pagamento dos prejudicados conforme pactuado no termo de compromisso” (cf. Viviane Muller Prado e Renato Vilela, Indenização de investidores por Termo de Compromisso”. In: Processo societário II. Coord. Flávio Luiz Yarshell e Guilherme Setoguti J. Pereira São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 835).

dos Santos, Fábio Medina Osório e Julya Sotto Mayor Wellisch defendem que, por conta das peculiaridades das operações de bolsa de valores, “não há que se falar em indenizações individualmente consideradas”, sendo “o mais razoável (...) estabelecer uma indenização capaz de compensar toda a sociedade”.¹⁵

Sintomático dessas dificuldades é o fato de que, dos 30 termos de compromisso em que houve fixação de indenização analisados por Viviane Muller Prado e Renato Vilela, 16 deles não estipularam um critério claro de cálculo da indenização.¹⁶ O estudo empírico realizado por aqueles dois autores, portanto, mostra que a única ferramenta indenizatória de que a CVM pode lançar mão não é utilizada de modo efetivo,¹⁷ por motivos que não são imputáveis à autarquia.

A preocupação da doutrina com a quantificação de danos em ilícitos de mercado é grande, pois tais prejuízos são, no mais das vezes, resultado de diversos fatores em cascata, o que dificulta a individualização da sua causa e a sua quantificação. A legislação brasileira, por isso, deveria conter regras claras para o cálculo dessas indenizações.¹⁸

Com relação a experiências recentes de celebração de acordos pela CVM com o intuito de ressarcimento, poderíamos citar o TCAC envolvendo a Embraer S.A. O acordo foi aprovado pelo Colegiado da CVM, por maioria, em 06 de outubro de 2016, e pela 5ª Câmara de Coordenação e Revisão do Ministério Público Feral em 20 de outubro de 2016.

15. Cf. Alexandre Pinheiro dos Santos, Fábio Medina Osório e Julya Sotto Mayor Wellisch, *Mercado de capitais. Regime sancionador*. São Paulo: Saraiva, 2012. p. 164.

16. Cf. Viviane Muller Prado e Renato Vilela. *Indenização de investidores por Termo de Compromisso*. In: *Processo societário II*. Coord. Flávio Luiz Yarshell e Guilherme Setoguti J. Pereira São Paulo: Quartier Latin, 2015 p. 836.

17. “O termo de compromisso é ferramenta de enforcement amplamente utilizada pela CVM” e “tem grande serventia na prevenção de condutas indesejadas e educação dos agentes do mercado, mediante sinalização eficiente, em adição à possibilidade e de propiciar o pronto ressarcimento de terceiros prejudicados pelo compromitente” (cf. Vinícius Krüger Fadanelli e Lucas Braun, *Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei nº 6.385/76* (coords. Gabriela Codorniz e Laura Patella). São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 276).

18. Como ocorre, por exemplo, na China: “The SPC Third Circular also contains clear rules, albeit complex and highly technical, on how to calculate compensation” (cf. Robin Hui Huang, *Private enforcement and securities law in China: A ten-year retrospective and empirical assessment*. *The American Journal of Comparative Law*, v. 61, n. 4, p. 757-798, 2013. p. 776).

Em 2014, a CVM, junto ao MPF, iniciou uma investigação em face da Embraer S.A., a fim de averiguar suposto pagamento de propina a agentes oficiais da República Dominicana, Arábia Saudita e Moçambique para facilitar a venda de aeronaves da companhia para o governo daqueles países. Após as apurações, foi instaurado o PAS CVM RJ2015/1760, além do Inquérito Administrativo nº 01/2016. Concomitantemente, foi instaurado o Processo Administrativo CVM nº 19957.002740/201685. O objetivo das apurações eram os contratos de compra e venda das aeronaves da Embraer S.A. em transações internacionais.

Dentre as cláusulas presentes na proposta de termo elaborada pela Embraer, constava “pagar, em até trinta dias contados da homologação deste compromisso pelas instâncias revisionais ou deliberativas do MPF, R\$ 64.000.000,00, sendo R\$ 58.000.000,00 destinados ao Fundo de Defesa dos Direitos Difusos (FDDD), a título de desfazimento do enriquecimento sem causa lícita em que incorreu, e R\$ 6.000.000,00 à CVM, a título de reparação por danos difusos e coletivos e para desestímulo de práticas semelhantes”. No entanto, em sua decisão, o Colegiado da CVM sugeriu que os recursos a serem pagos pela Companhia fossem integralmente destinados ao FDDD, uma vez que essa destinação seria a mais adequada para a tutela dos interesses difusos e coletivos envolvidos.

Portanto, com a nova lei, não há alteração. A CVM não pode impor a obrigação de indenização aos agentes de mercado. Passará, entretanto, a ter uma nova ferramenta, o acordo administrativo em processo de supervisão, que assim como o termo de compromisso, poderá prever indenização aos investidores. Não obstante, é importante lembrarmos sempre das dificuldades enfrentadas para uma efetiva reparação, como a identificação e comunicação dos prejudicados e quantificação dos danos.

CONCLUSÃO

O presente estudo buscou apresentar algumas das diferentes funções da CVM enquanto reguladora do mercado de capitais, e discutir alguns dos desafios a serem enfrentados pela autarquia. Também buscou analisar os impactos da Lei

nº 13.506/2017 nos julgamentos do Colegiado da CVM, o que foi feito a partir de um exercício de aplicação dos novos dispositivos a casos já julgados. A partir de tal análise é possível concluir que o novo marco do processo administrativo sancionador trará importantes ferramentas sancionatórias para o regulador, e aperfeiçoará mecanismos já existentes. As alterações impactarão substancialmente os novos julgados da CVM.

Por fim, é importante lembrar de duas importantes teorias que devem nortear a atuação do regulador na imposição de sanções, e que podem contribuir para evitar uma possível judicialização dos julgamentos da CVM:

- *Hindsight bias*. A análise *a posteriori* de transações deve ser realizada com cautela e parcimônia, uma vez que, no momento da realização de determinado negócio, o agente econômico atua em um contexto dinâmico, no qual a tomada de decisão e a forma de atuação são diferentes do que se verifica em uma apreciação posterior dessa situação pretérita. O julgamento não pode ser “contaminado” por uma visão *a posteriori*. A doutrina define tal vício de julgamento como viés cognitivo decorrente de uma “previsão retrospectiva”. Trata-se do denominado viés de retrospecto ou *hindsight bias*.

- Responsabilidade subjetiva. A responsabilidade administrativa é sempre subjetiva e pessoal, de modo que o acionista controlador (assim como qualquer outro participante do mercado de valores mobiliários) somente pode ser responsabilizado pela prática de ato próprio. Ao contrário do que se observa em matéria de responsabilidade civil, não se pode admitir, em sede administrativa, modalidades de responsabilidade objetiva ou por ato de terceiro.

Levando em consideração tais teorias, e com a costumeira cautela na dosimetria da pena, a CVM certamente saberá utilizar as novas ferramentas no âmbito de sua função sancionadora de forma efetiva e sadia ao mercado.