

# O PAPEL DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS NA DEFESA DA ORDEM ECONÔMICA: BREVES ANOTAÇÕES

Ricardo Lupion<sup>1</sup>

Pedro Ricardo Lucietto Piccinini<sup>2</sup>

**Resumo:** A atuação da Comissão de Valores Mobiliários, como órgão integrante do Sistema Financeiro Nacional, detém papel fundamental na manutenção da eficiência do mercado de capitais visto que, por meio de seus instrumentos regulatórios, garante a sua higidez concretizando os princípios constitucionais que conformam a ordem econômica, além de possibilitar a promoção do desenvolvimento econômico e equilibrado do país.

**Sumário:** 1 Introdução 2 O Sistema Financeiro Nacional e os princípios da ordem econômica 3 A intervenção estatal por intermédio da Comissão de Valores Mobiliários 4 A Comissão de Valores Mobiliários e seus instrumentos regulatórios 4.1 A possibilidade de normatização do mercado de capitais 4.2 A fiscalização do mercado de capitais por meio de instrumentos executivos 4.3 Os instrumentos judicantes e a possibilidade de atribuição de sanção aos participantes do mercado de capitais 5 Considerações finais

---

<sup>1</sup> Pós-Doutor em Ciências Jurídico-Empresariais pela Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa. Mestre e Doutor em Direito pela Pontifícia Universidade Católica do Rio Grande do Sul (PUCRS). Professor Titular de Direito Empresarial na Escola de Direito da PUCRS. Professor Permanente do Programa de Pós-Graduação em Direito (PPGD) na PUCRS. Advogado.

<sup>2</sup> Mestrando em Direito, na área de concentração “Fundamentos Constitucionais do Direito Público e do Direito Privado” (PUCRS) Especialista em Direito Empresarial (PUCRS). Bacharel em Direito (PUCRS). Advogado.

Palavras-Chave: Ordem econômica. Sistema Financeiro Nacional. Mercado de Capitais. Comissão de Valores Mobiliários.

## BRIEF NOTES ON THE ROLE OF THE SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION OF BRAZIL IN DEFENSE OF ECONOMIC ORDER

**Abstract:** The performance of the Securities and Exchange Commission of Brazil, as a member of the National Financial System, has a fundamental role in the maintenance of the efficiency of the capital market because, through its regulatory instruments, guarantees its healthiness by concretizing the constitutional principles that make up the economic order, in addition to enable the promotion of the balanced economic development of the country.

**Summary:** 1 Introduction 2 The National Financial System and the principles of the economic order 3 The state intervention through the performance of Securities and Exchange Commission of Brazil 4 The Securities and Exchange Commission of Brazil and its regulatory instruments 4.1 The possibility of regulation of the capital market 4.2 The supervision of the capital market by means of executive instruments 4.3 Judicial instruments and the possibility of sanctioning the participants of the capital market 5 Conclusion

**Keywords:** Economic order. National Financial System. Capital market. Securities and Exchange Commission of Brazil.

### 1. INTRODUÇÃO



Constituição Federal do Brasil, promulgada em 1988, atribuiu ao Estado o papel de agente normativo e regulador da atividade econômica. Essa afirmação decorre dos artigos 170 e 174 que fixam e delimitam os princípios e objetivos da ordem econômica, bem como há clara opção estatal pelo modelo intervencionista indireto na ordem econômica.

Ao mesmo tempo em que protege o desenvolvimento econômico, intervindo indiretamente na economia, a Constituição Federal, em seu artigo 62, §1º, II, também busca proteger, através de princípios constitucionalmente previstos, a poupança popular e o desenvolvimento equilibrado do país. Assim, com a finalidade de servir aos interesses da coletividade, a Constituição Federal, no capítulo destinado à Ordem Econômica buscou estruturar uma eficiente alocação dos recursos econômicos, a fim de que o Estado seja o planejador e condutor do desenvolvimento econômico nacional.

Nesse aspecto, o presente estudo tem seu foco na intervenção estatal realizada pela Comissão de Valores Mobiliários, órgão integrante do Sistema Financeiro Nacional, a qual tem por atribuição realizar a regulação do mercado de capitais brasileiro. Considerando que a atividade econômica, quando organizada, gera desenvolvimento econômico e que o mercado de capitais é uma ferramenta de promoção do referido desenvolvimento, se torna indubitável a necessidade de uma eficiente regulação (intervenção) nesse setor da economia, motivo pelo qual se demonstra a relevância deste estudo.

Assim, será realizada uma breve abordagem constitucional da ordem econômica, identificando os princípios e objetivos que a compõem, bem como a estrutura organizacional do Sistema Financeiro Nacional e os mercados que estão sob sua tutela. Identificada a Comissão de Valores Mobiliários como autarquia integrante do Sistema Financeiro Nacional e o mercado de capitais como o seu âmbito de regulação, será necessário

abordar a regulação e explicitar a modalidade societária que nele atua (sociedade anônima).

Posteriormente, o estudo recairá na elucidação dos objetivos específicos buscados pela autarquia na regulação do mercado de capitais que ocorre por instrumentos normativos, executivos e judicantes. Conclui-se, ao final, a importância da sua atuação na manutenção da eficiência do mercado de capitais, visto que, na tutela dos seus objetivos, permite uma efetiva alocação de recursos para o desenvolvimento da atividade econômica nacional.

Portanto, em resumo, a abordagem realizada permitirá ao leitor ter ciência, diante do atual regime constitucional, do que é ordem econômica, as possibilidades de intervenção do Estado no domínio econômico, bem como a importância do Sistema Financeiro Nacional para o adequado funcionamento e crescimento econômico da nação, de modo que a confiança e a eficiência dos mercados estão diretamente ligadas à sua estabilidade.

## 2 O SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL (SFN) E OS PRINCÍPIOS DA ORDEM ECONÔMICA

Antes de iniciar a abordagem sobre o Sistema Financeiro Nacional, faz-se necessário conceituar Constituição Econômica, que é compreendida como um subsistema dentro de uma Constituição, onde estão dispostas as normas fundamentais de organização e funcionamento da economia de um determinado país<sup>3</sup>. O conjunto das referidas normas forma uma ordem econômica

---

<sup>3</sup> Nesse aspecto, “ordem econômica é o conjunto de normas que define, institucionalmente, um determinado modo de produção econômica, condicionando-a fins políticos do Estado”. (GRAU, Eros Roberto. *A ordem econômica na Constituição de 1988 (interpretação e crítica)*. 10ª ed. São Paulo: Malheiros, 2005, pp 51-53.) Ainda, “o objeto da constituição econômica é delineado pelas normas jurídicas que regulam a economia, disciplinando-a e controlando o poder econômico, limitando-o com o fim de prevenir abusos”. (CARVALHO, Kildare Gonçalves. *Direito constitucional*. 10ª ed. Belo Horizonte: Del Rey, 2004. p. 731)

ou, também denominado, sistema econômico<sup>4</sup>.

A referida ordem econômica “somente adquiriu dimensão jurídica a partir do momento em que as constituições passaram a discipliná-la sistematicamente, o que teve início com a Constituição mexicana de 1917”<sup>5</sup>. No Brasil, sua primeira abordagem ocorreu na Carta de 1934, “onde foram consignados princípios e normas sobre a ordem econômica, sob a influência da Constituição alemã de Weimar (1919)”<sup>6</sup>.

Na Constituição Federal vigente, esta temática detém um título próprio (Título VII, denominado “Da Ordem Econômica e Financeira”), a partir do artigo 170<sup>7</sup>. No *caput* do referido artigo, está positivado que a ordem econômica, já definida como um conjunto de normas constitucionais reguladoras da atividade econômica, se funda em princípios<sup>8</sup> como a valorização do trabalho humano e na livre iniciativa (iniciativa privada), o que demonstra que, não obstante a Constituição Federal tenha

---

<sup>4</sup> Conforme Vital Moreira, *Economia e Constituição*, Separata do Boletim de Ciências Econômicas, v. XVII, Faculdade de Direito, Coimbra, 1974, *apud* Grau, Eros Roberto, *A ordem econômica na Constituição de 1988*, 2004, p. 57.

<sup>5</sup> SILVA, José Afonso da. *Curso de direito constitucional positivo*. 34ª ed, rev. e atual. São Paulo: Malheiros, 2011, p. 788

<sup>6</sup> SILVA, José Afonso da. *Curso de direito constitucional positivo*. 34ª ed, rev. e atual. São Paulo: Malheiros, 2011, p. 788.

<sup>7</sup> BRASIL. Constituição (1988). Art. 170. A ordem econômica, fundada na valorização do trabalho humano e na livre iniciativa, tem por fim assegurar a todos existência digna, conforme os ditames da justiça social, observados os seguintes princípios: I - soberania nacional; II - propriedade privada; III - função social da propriedade; IV - livre concorrência; V - defesa do consumidor; VI - defesa do meio ambiente, inclusive mediante tratamento diferenciado conforme o impacto ambiental dos produtos e serviços e de seus processos de elaboração e prestação; VII - redução das desigualdades regionais e sociais; VIII - busca do pleno emprego; IX - tratamento favorecido para as empresas de pequeno porte constituídas sob as leis brasileiras e que tenham sua sede e administração no País.

<sup>8</sup> “Os princípios são normas imediatamente finalísticas, primariamente prospectivas e com pretensão de complementaridade e de parcialidade, para cuja aplicação se demanda uma avaliação da correlação entre o estado de coisas a ser promovido e os efeitos decorrentes da conduta havida como necessária à sua promoção.” (ÁVILA, Humberto. *Teoria dos princípios da definição à aplicação dos princípios jurídicos*. 4ª ed. São Paulo: Malheiros, 2005, p. 70)

consagrado a economia de mercado capitalista (visto que a iniciativa privada é um princípio básico da ordem capitalista), os valores do trabalho humano detêm prioridade axiológica frente à iniciativa privada<sup>9</sup>.

Nos incisos do artigo 170, da Constituição Federal, são elencados os demais princípios, como a soberania nacional, propriedade privada, função social da propriedade, livre concorrência, defesa do consumidor, defesa do meio ambiente, redução das desigualdades regionais e sociais, busca do pleno emprego e tratamento favorecido para as empresas de pequeno porte constituídas sob as leis brasileiras e que tenham sua sede e administração no país. Estes princípios podem ser definidos como “mecanismos de concreção que devidamente utilizados podem tornar menos abstrata a promessa de justiça social, onde cada indivíduo deve dispor dos meios materiais para viver confortavelmente segundo as exigências de sua natureza física, espiritual e política”.<sup>10</sup>

Nesse aspecto, a Constituição Federal de 1988, ao delimitar os princípios da ordem econômica, acabou por vincular, tanto a normatização infraconstitucional sobre tal matéria, quanto a sujeição da atuação estatal à concreção dos aludidos princípios, visto que os valores sociais do trabalho e da livre iniciativa são fundamentos da República Federativa do Brasil (vide inciso IV, art. 1º, da CF)<sup>11</sup>. Essa afirmação é corroborada diante do ideal de que a Constituição é a sede normativa do poder e da organização de um Estado, de forma que a caberá a este, portanto, intervir e orientar a economia de acordo com os preceitos constitucionalmente protegidos.

---

<sup>9</sup> Conforme SILVA, José Afonso da. *Curso de direito constitucional positivo*. 34ª ed, rev. e atual. São Paulo: Malheiros, 2011, p. 790.

<sup>10</sup> SILVA, José Afonso da. *Curso de direito constitucional positivo*. 34ª ed, rev. e atual. São Paulo: Malheiros, 2011, p. 791.

<sup>11</sup> BRASIL. Constituição (1988). Art. 1º. A República Federativa do Brasil, formada pela união indissolúvel dos Estados e Municípios e do Distrito Federal, constitui-se em Estado Democrático de Direito e tem como fundamentos: IV - os valores sociais do trabalho e da livre iniciativa;

A dita intervenção estatal na economia já ocorria desde o século XIX, modificando-se, com o passar dos anos, até se consolidar, atualmente, no modelo neoliberal<sup>12</sup>, em que o Estado não atua direcionando as relações econômicas no sentido de atender certas finalidades de cunho social. Com a finalidade de melhor elucidar essa transformação no modelo interventor, Luís Roberto Barroso sintetiza as fases de intervenção estatal: pré-modernidade, modernidade e pós-modernidade<sup>13</sup>.

A primeira das fases<sup>14</sup>, identificada como pré-modernidade, ou Estado Liberal, é caracterizada pela mínima intervenção estatal na economia, prevalecendo o ideal de proteção do indivíduo frente ao Estado, através do direito à propriedade privada e à livre iniciativa. A segunda fase<sup>15</sup>, denominada período da modernidade ou Estado Social (*Welfare State*), historicamente marcada pelo advento da Constituição Mexicana (1917) e pela Constituição Alemã de Weimer (1919), tinha como característica a atuação máxima do Estado nas relações econômicas, adotando políticas assistencialistas baseadas na proteção de direitos sociais.

Por fim, no período da pós-modernidade<sup>16</sup> ou neoliberalista, “verificou-se a necessidade de reformulação do Estado, pois este estava marcado pela desregulamentação das

---

<sup>12</sup> “A Constituição contempla a Economia de mercado, distanciada, todavia, do modelo liberal puro e ajustada à ideologia neoliberal.” (SILVA, José Afonso da. *Curso de direito constitucional positivo*. 34ª ed, rev. e atual. São Paulo: Malheiros, 2011, p. 799)

<sup>13</sup> BARROSO, Luís Roberto. Constituição, Ordem Econômica e Agências Reguladoras. *Revista Eletrônica de Direito Administrativo Econômico*. Salvador, Instituto de Direito Público da Bahia, n° 1, fevereiro, 2005, p. 1.

<sup>14</sup> No Brasil, essa fase teve como marco histórico a Constituição de 1824.

<sup>15</sup> No Brasil, essa fase teve como marco histórico da Constituição de 1934 até a Constituição de 1969.

<sup>16</sup> Segundo Luís Roberto Barroso, nesse período, “ocorreram diversas reformas constitucionais econômicas, como, por exemplo, a Emenda Constitucional n° 05/95, Leis 8.031/90 e 9.491/97 e criação de agências reguladoras.” (BARROSO, Luís Roberto. Constituição, Ordem Econômica e Agências Reguladoras. *Revista Eletrônica de Direito Administrativo Econômico*. Salvador, Instituto de Direito Público da Bahia, n° 1, fevereiro, 2005, p. 294.)

organizações não governamentais”.<sup>17</sup> Na busca de evitar o colapso do sistema financeiro, visto que o Estado era identificado como ineficiente e desperdiçador, iniciou-se a procura de um novo modelo, o qual deveria aliar a iniciativa privada com a regulação estatal<sup>18</sup>, de forma a aprimorar a ordem econômica capitalista.

A mudança regulatória pretendia assegurar não só o interesse público, como também estimular a iniciativa privada, visto a necessidade de uma reestruturação, ante o fracasso dos referidos Estados Liberal e Social. Em suma, “era necessário voltar aos ideais do liberalismo, sem, contudo, abandonar a necessidade de sociabilidade dos bens essenciais”<sup>19</sup>.

Assim, com o surgimento da Constituição Federal de 1988, e a clara opção pelo modelo intervencionista na economia<sup>20</sup> (não sendo o ente estatal mero observador), passou-se a combater, através de princípios constitucionalmente previstos, a concentração de riquezas (promovendo o equilíbrio entre os agentes do mercado) e a pobreza social (através da promoção da justiça social). Nesse sentido, a própria Constituição Federal, em seu artigo 174<sup>21</sup>, conferiu ao Estado o papel de agente normativo

---

<sup>17</sup> BARROSO, Luís Roberto. Constituição, Ordem Econômica e Agências Reguladoras. *Revista Eletrônica de Direito Administrativo Econômico*. Salvador, Instituto de Direito Público da Bahia, nº 1, fevereiro, 2005, p. 2.

<sup>18</sup> Nesse aspecto, “garantir a solidez e a credibilidade do sistema financeiro é uma tarefa tão importante que não pode ser cumprida apenas pelos instrumentos de mercado – são necessárias forte regulação e fiscalização por parte do Estado para que este objetivo seja alcançado.” (NEULANDS JR, Carlos Arthur. *Sistema financeiro e bancário: teoria e questões*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011, p. 07)

<sup>19</sup> FIGUEIREDO, Leonardo Vizeu. *Lições de Direito Econômico*. 7ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014, p. 36.

<sup>20</sup> A intervenção indireta é realizada pelos entes da administração pública indireta, ou seja, “conjunto de pessoas jurídicas, de direito público ou privado, criadas por lei, para desempenhar atividades assumidas pelo Estado, seja como serviço público, seja como intervenção no domínio econômico.” (DI PIETRO, Maria Sylvania Zanella. *Direito Administrativo*. 22ª ed. São Paulo: Atlas, 2009, p. 421)

<sup>21</sup> BRASIL. Constituição (1988). Art. 174. Como agente normativo e regulador da atividade econômica, o Estado exercerá, na forma da lei, as funções de fiscalização,



e regulador da atividade econômica, com o objetivo de proteger o desenvolvimento econômico e promover, ao mesmo tempo, a justiça social. Concomitante à proteção do desenvolvimento econômico, a Constituição Federal, em seu artigo 62, §1º, II, também busca proteger a poupança popular, a fim de que não ocorram novos confiscos como ocorreu no Plano Collor<sup>22</sup>, quando dispõe sobre a “vedação de detenção ou sequestro de bens ligados à poupança popular ou qualquer outro ativo financeiro”<sup>23</sup>.

É importante destacar que, ao tratar sobre o desenvolvimento econômico, ainda que indiretamente, está-se adentrando no campo de estudo da ciência econômica, que analisa a alocação de recursos para o desenvolvimento da atividade econômica. Consequentemente, para que esses recursos possam circular de uma forma eficiente e não comprometam a poupança popular, faz-se necessário um Sistema Financeiro, e é justamente com o objetivo de promover o desenvolvimento equilibrado do país e servir aos interesses da coletividade que a Constituição Federal<sup>24</sup> buscou estruturar, através de um Sistema Financeiro Nacional (SFN)<sup>25</sup>, uma eficiente alocação dos recursos econômicos, a fim

---

incentivo e planejamento, sendo este determinante para o setor público e indicativo para o setor privado.

<sup>22</sup> Medida Provisória nº 168/90, de 15/03/90, convertida na Lei 8.024/90, de 12/04/90.

<sup>23</sup> BRASIL. Constituição (1988). Art. 62. Em caso de relevância e urgência, o Presidente da República poderá adotar medidas provisórias, com força de lei, devendo submetê-las de imediato ao Congresso Nacional. § 1º É vedada a edição de medidas provisórias sobre matéria: II – que vise a detenção ou sequestro de bens, de poupança popular ou qualquer outro ativo financeiro;

<sup>24</sup> Ainda, com a finalidade de balizar as reformas estruturais para desencadear o desenvolvimento econômico pretendido, a Constituição Federal de 1988, em seu título I, que trata dos princípios fundamentais, “prevê como um dos objetivos fundamentais do Estado Brasileiro garantir o desenvolvimento nacional (art. 3º, II, da CF)”. (DEL MASSO, Fabiano. *Direito econômico*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007, p. 65)

<sup>25</sup> “A estrutura do SFN foi definida pela lei nº 4.595/1964, estabelecendo um arcabouço institucional destinado à disciplina da atividade bancária no Brasil” (SALOMÃO NETO, Eduardo. *Direito Bancário*. 2ª ed. São Paulo: Atlas, 2014, p. 85.). Na referida lei foi criado o Conselho Monetário Nacional (CNM) e o Banco Central do Brasil (BACEN). Posteriormente, surgiram duas novas leis que complementaram a

de que o Estado seja o planejador e condutor do desenvolvimento econômico nacional.

No artigo 192<sup>26</sup>, está disposto, ainda, que é atribuição do Estado brasileiro, através do Sistema Financeiro Nacional<sup>27</sup>, promover o funcionamento eficiente dos mercados, visto que desenvolvem o país criando condições favoráveis ao fluxo de recursos econômicos. Conceitua-se o Sistema Financeiro Nacional como “o conjunto de instituições que integram o mercado financeiro, quer regulamentando e fiscalizando seus participantes (agentes normativos), quer facilitando a transferência de recursos financeiros entre poupadores e tomadores.”<sup>28</sup>

Torna-se patente inferir que o referido sistema, além de integrar a ordem econômica e ser subordinado aos seus princípios, deve atender aos interesses da coletividade. Ultrapassadas as noções introdutórias em relação ao Sistema Financeiro Nacional, verifica-se que os órgãos que o integram podem ser agrupados em três grandes grupos: órgãos normativos<sup>29</sup>, entidades

---

estrutura do SFN, uma delas destinando-se a disciplinar o mercado de capitais, lei federal nº 4.728/65, e a outra, lei federal nº 6.385/76, regular o mercado de valores mobiliários e criar a Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

<sup>26</sup> BRASIL. Constituição (1988). Art. 192. O sistema financeiro nacional, estruturado de forma a promover o desenvolvimento equilibrado do País e a servir aos interesses da coletividade, em todas as partes que o compõem, abrangendo as cooperativas de crédito, será regulado por leis complementares que disporão, inclusive, sobre a participação do capital estrangeiro nas instituições que o integram.

<sup>27</sup> “O Sistema Financeiro Nacional é composto por um conjunto de instituições financeiras que tem como função manter o fluxo de recursos entre poupadores e tomadores, constituindo, assim, o mercado financeiro.” (NEULANDS JR, Carlos Arthur. *Sistema financeiro e bancário: teoria e questões*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011, p. 3)

<sup>28</sup> ANDREZO, Andréa Fernandes; LIMA, Iran Siqueira. *Mercado Financeiro: Aspectos Históricos e Conceituais*. 3ª ed. rev. e ampl. São Paulo: Thompson, 2007, p 37.

<sup>29</sup> São órgãos normativos do Sistema Financeiro Nacional são: o Conselho Monetário Nacional (CNM), o Conselho Nacional de Seguros Privados (CNSP) e o Conselho Nacional de Previdência Complementar (CNPC).

supervisoras<sup>30</sup> e operadores<sup>31</sup>.

Sendo o Sistema Financeiro Nacional o conjunto de instituições que integram o mercado financeiro, pontua-se que este abrange o mercado bancário<sup>32</sup>, o de câmbio e o de capitais<sup>33</sup>. No presente trabalho o enfoque recairá no mercado de capitais, que é um sistema de distribuição de valores mobiliários<sup>34</sup>, constituído por bolsas de valores, sociedades corretoras e outras instituições financeiras autorizadas, que têm por objetivo proporcionar, às companhias que realizam a venda de seus títulos, o financiamento da sua atividade (processo de capitalização ou de autofinanciamento) sem a necessidade de recorrer a um empréstimo bancário<sup>35</sup>.

---

<sup>30</sup>São entidades supervisoras do Sistema Financeiro Nacional são: Banco Central (BACEN), Comissão de Valores Mobiliários (CVM), Superintendência de Seguros Privados (SUSEPE) e Superintendência Nacional de Previdência Complementar (PREVIC).

<sup>31</sup> “Operadores são pessoas físicas ou jurídicas que atuam profissionalmente no mercado fazendo com que os recursos financeiros dos poupadores cheguem aos tomadores”. (CVM – Comissão de Valores Mobiliários. *Direito do Mercado de Valores Mobiliários*. 1ª ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2017, p. 40.)

<sup>32</sup> Mercado bancário é “aquele em que as instituições financeiras centralizam a oferta e a procura de recursos, intermediando as operações de transferência e alocação deles entre poupadores e tomadores, assumindo os riscos das operações”. (ANDREZO, Andréa Fernandes; LIMA, Iran Siqueira. *Mercado Financeiro: Aspectos Históricos e Conceituais*. 3ª ed. rev. e ampl. São Paulo: Thompson, 2007, p 3)

<sup>33</sup> Mercado de capitais é “aquele em que os investidores, poupadores, alocam o seu excedente de recursos diretamente no tomador, na forma de investimento, para o desenvolvimento de uma atividade, promovendo a formação do capital, ligando poupança e investimento, com o intuito de aumentar a eficácia da aplicação econômica dos recursos disponíveis”. (PROENÇA, José Marcelo Martins. *“Insider Trading” : Regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 76)

<sup>34</sup> “Valores mobiliários são instrumentos de captação de recursos pelas sociedades anônimas emissoras e representam, para quem os subscreve ou adquire, um investimento”. (COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de direito comercial, volume 2: direito de empresa*. 17a ed. São Paulo: Editora Saraiva, 2013. p. 161)

<sup>35</sup> “A função essencial do mercado de capitais é a de permitir às empresas, mediante a emissão pública de seus valores mobiliários, a captação de recursos não exigíveis para o financiamento de seus projetos de investimento ou mesmo para alongar o prazo de suas dívidas; como não se tratam de empréstimos, a companhia não está obrigada a devolver os recursos aos investidores (exceto no caso de debêntures ou *comercial*

A Lei 4.728/65 inaugurou a regulação do mercado de capitais brasileiro atribuindo esse encargo, inicialmente, ao Banco Central do Brasil (BACEN). Posteriormente, com o advento da Lei 6.385/76<sup>36</sup>, foi instituída a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), entidade autárquica<sup>37</sup> vinculada ao Ministério da Fazenda<sup>38</sup>, e o referido encargo lhe foi atribuído. Dessa forma, o BACEN ficou responsável pela regulação do sistema financeiro, bancário, monetário e creditício; enquanto à CVM coube a regulação do mercado de capitais, também chamado de mercado de valores mobiliários.

A partir da redação dada pela Lei 10.411/2002 ao art. 5º da Lei 6.385/76, a Comissão de Valores Mobiliários passou a ter contornos de agência reguladora, já que a nova redação do citado dispositivo legal expressamente assegurou que a CVM possui “personalidade jurídica e patrimônio próprios, dotada de autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, e

---

*pappers*, que também integram o mercado de capitais), mas, in toto, a remunerá-los, sob a forma de dividendos, caso apresente lucros em suas demonstrações financeiras.” (EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais: regime jurídico*, 2. ed., rev. e atual., Rio de Janeiro: Editora Renovar, 2008, p. 8)

<sup>36</sup> A referida lei, em seu artigo 5º, dispõe: “é instituída a Comissão de Valores Mobiliários, entidade autárquica, vinculada ao Ministério da Fazenda”. Hoje, o referido artigo foi modificado, obtendo nova redação graças à Lei 10.411, de 26.02.2002, dispondo que “é intitulada a Comissão de Valores Mobiliários, entidade autárquica em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, com personalidade jurídica e patrimônio próprios, dotada de autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, e autonomia financeira e orçamentária”.

<sup>37</sup> O Decreto-lei nº 200, de 25.02.1967, em seu artigo 5º, definiu autarquia como “serviço autônomo, criado por lei, com personalidade jurídica, patrimônio e receita próprios, para executar atividades típicas da Administração Pública”.

<sup>38</sup> A CVM foi criada como uma entidade autárquica, realizando administração federal de forma indireta, conforme os artigos 4º e 5º, do Decreto-lei nº 200, de 25.02.1967, o que foi recepcionado na Constituição Federal de 1988, quando, em seu artigo 37, separa a administração pública em direta e indireta.

autonomia financeira e orçamentária”.<sup>39</sup>

Na redação original do artigo 6º, da Lei 6.385/76, os Diretores da CVM eram “demissíveis *ad nutum*”. Com a nova redação do referido dispositivo legal, configura-se a independência da CVM, já que os seus Diretores “somente perderão o mandato em virtude de renúncia, de condenação judicial transitada em julgado ou de processo administrativo disciplinar”, conforme nova redação do artigo 6º, § 2º, do citado diploma legal.

No mercado de capitais há a presença obrigatória de instituição financeira<sup>40</sup> nas operações, porém estas não realizam a

---

<sup>39</sup> Art. 5º É instituída a Comissão de Valores Mobiliários, entidade autárquica em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, com personalidade jurídica e patrimônio próprios, dotada de autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, e autonomia financeira e orçamentária. (Redação dada pela Lei nº 10.411, de 26.2.2002) Art. 6º A Comissão de Valores Mobiliários será administrada por um Presidente e quatro Diretores, nomeados pelo Presidente da República, depois de aprovados pelo Senado Federal, dentre pessoas de ilibada reputação e reconhecida competência em matéria de mercado de capitais. (Redação dada pela Lei nº 10.411, de 26.2.2002) § 1º O mandato dos dirigentes da Comissão será de cinco anos, vedada a recondução, devendo ser renovado a cada ano um quinto dos membros do Colegiado. (Redação dada pela Lei nº 10.411, de 26.2.2002) § 2º Os dirigentes da Comissão somente perderão o mandato em virtude de renúncia, de condenação judicial transitada em julgado ou de processo administrativo disciplinar. (Redação dada pela Lei nº 10.411, de 26.2.2002) § 3º Sem prejuízo do que prevêem a lei penal e a lei de improbidade administrativa, será causa da perda do mandato a inobservância, pelo Presidente ou Diretor, dos deveres e das proibições inerentes ao cargo. (Redação dada pela Lei nº 10.411, de 26.2.2002) § 4º Cabe ao Ministro de Estado da Fazenda instaurar o processo administrativo disciplinar, que será conduzido por comissão especial, competindo ao Presidente da República determinar o afastamento preventivo, quando for o caso, e proferir o julgamento. (Redação dada pela Lei nº 10.411, de 26.2.2002) § 5º No caso de renúncia, morte ou perda de mandato do Presidente da Comissão de Valores Mobiliários, assumirá o Diretor mais antigo ou o mais idoso, nessa ordem, até nova nomeação, sem prejuízo de suas atribuições. (Redação dada pela Lei nº 10.411, de 26.2.2002) § 6º No caso de renúncia, morte ou perda de mandato de Diretor, proceder-se-á à nova nomeação pela forma disposta nesta Lei, para completar o mandato do substituído. (Redação dada pela Lei nº 10.411, de 26.2.2002) § 7º A Comissão funcionará como órgão de deliberação colegiada de acordo com o seu regimento interno, e no qual serão fixadas as atribuições do Presidente, dos Diretores e do Colegiado.

<sup>40</sup> “A relação envolverá necessariamente um agente econômico que possui sobra de recursos financeiros e deseja investi-los, enquanto, do outro lado da relação, deverá existir um agente econômico que, por algum motivo não produziu recursos eficientes

intermediação<sup>41</sup> da referida operação entre os poupadores e tomadores, somente atuam promovendo o seu encontro<sup>42</sup>. O mercado de capitais, nada mais é, portanto, do que uma ferramenta de promoção do desenvolvimento econômico<sup>43</sup>, pois, ao aproximar diretamente poupadores e tomadores de recursos, possibilita a captação de recursos de poupadores para que tomadores possam expandir seus negócios com esses investimentos, gerando o aludido desenvolvimento econômico<sup>44</sup>.

Salutar reforçar que nas operações no mercado de capitais é essencial e obrigatória a existência e intervenção de instituições financeiras, uma vez que o investimento em valores mobiliários é um investimento de risco, pois o retorno do valor investido é incerto, de forma que dependem de diversos fatores de mercado. Assim, para o desenvolvimento do mercado de capitais é necessário um bom desempenho da regulação (intervenção) exercida pela entidade responsável pelo mercado de valores mobiliários, o que evidencia a importância do presente estudo, que busca analisar os principais instrumentos regulatórios por parte

---

para cumprir as suas necessidades, de forma que emprestará tais recursos no mercado”. (DEL MASSO, Fabiano. *Direito econômico*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007, p. 65)

<sup>41</sup> Quando se fala em intermediação deve ser entendido como a atividade da instituição financeira de captação de recursos de terceiros para repassá-los a outra pessoa.

<sup>42</sup> “O papel dos intermediários financeiros é exatamente promover o “encontro” entre os poupadores e os tomadores, ou melhor, conjugar a satisfação das necessidades de ambos. Por meio dos intermediários financeiros, os tomadores têm acesso aos recursos de que necessitam para viabilizar seus projetos ou atividades; de outro lado, os poupadores obtêm uma forma de guardar e/ou aplicar seus recursos com segurança.” (NEULANDS JR, Carlos Arthur. *Sistema financeiro e bancário: teoria e questões*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011, p. 4)

<sup>43</sup> “Se, por exemplo, determinada empresa, que necessita de recursos para a realização de investimentos para a produção, não conseguir captá-los de forma eficiente, provavelmente ela não realizará o investimento, deixando de empregar e gerar renda. Com o papel desempenhado pelas instituições financeiras, esse problema se reduz”. (CVM – Comissão de Valores Mobiliários. *O mercado de valores mobiliários brasileiro*. 3ª ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2014, p. 30)

<sup>44</sup> PROENÇA, José Marcelo Martins. *“Insider Trading” : Regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 76.

da CVM.

### 3 A INTERVENÇÃO ESTATAL POR INTERMÉDIO DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Ultrapassadas as noções introdutórias quanto aos órgãos componentes do Sistema Financeiro Nacional e os princípios que regem sua atuação, verificou-se que a Comissão de Valores Mobiliários, sendo um de seus órgãos, detém grande importância regulando o mercado de capitais brasileiro.

Como órgão regulador do mercado de capitais, a CVM detém autoridade administrativa independente (não há subordinação hierárquica a nenhum outro órgão), autonomia financeira e orçamentária<sup>45</sup>, bem como os seus dirigentes<sup>46</sup> detém mandato fixo (cinco anos, vedada a recondução) e estabilidade. Sua administração é “composta por um presidente e quatro diretores, os quais integram o seu Colegiado<sup>47,48</sup> (instância decisória

---

<sup>45</sup> A autonomia financeira da CVM decorre da cobrança da Taxa de Fiscalização aos seus administrados, o que gera uma receita que permite a autarquia custear suas despesas. A referida taxa está prevista na Lei 7.940/89.

<sup>46</sup> Todos eles são nomeados pelo Presidente da República e aprovados, após sabatina, pelo Senado Federal.

<sup>47</sup> Em relação às competências materiais dos membros do Colegiado, no Decreto 4.763/03, em seu art. 26, está previsto que ao Presidente incumbe: I - planejar, dirigir, coordenar e controlar as atividades da Comissão de Valores Mobiliários, em estreita consonância com as diretrizes traçadas pelo Conselho Monetário Nacional; II - representar a Comissão de Valores Mobiliários, ativa e passivamente, em juízo ou fora dele, podendo, em casos específicos, delegar estas atribuições a outros membros do Colegiado; e III - convocar e presidir as reuniões do Colegiado. Já no art. 27, está previsto que aos Diretores incumbe: I - participar das reuniões do Colegiado, colaborando na definição de políticas e na fixação de normas e relatando os assuntos que lhes forem designados; II - desenvolver projetos especiais e atividades que lhes forem atribuídas pelo Presidente; e III - administrar os bens, serviços e atividades da Comissão de Valores Mobiliários, de acordo com as atribuições específicas fixadas pelo Presidente.

<sup>48</sup> CVM – Comissão de Valores Mobiliários. *Direito do Mercado de Valores Mobiliários*. 1ª ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2017, p. 44.

máxima do órgão)<sup>49</sup>.

Quando da leitura do artigo 174, da Constituição Federal, verifica-se que há, ainda que indiretamente, a origem do poder da Comissão de Valores Mobiliários como agente normativo e regulador da atividade econômica<sup>50</sup> no mercado de capitais. Nesse aspecto, para melhor compreender a regulação exercida pela Comissão de Valores Mobiliários, faz-se necessário conceituar regulação e elucidar a modalidade societária que realiza operações no aludido mercado (sociedade anônima).

Inicialmente, conceitua-se regulação como “um conjunto de regras predispostas por um órgão estatal ou agência da administração indireta com o intuito de fiscalizar e garantir a disciplina de certas atividades ou setores da atividade econômica”<sup>51</sup>, sendo, portanto, “toda forma de organização da atividade econômica através do Estado, seja a intervenção através da concessão de serviço público ou o exercício do poder de polícia”, de forma a permitir o bem-estar econômico de uma nação (que é o resultado obtido do comportamento individual de cada agente na busca pela maximização de seu bem-estar pessoal)<sup>52</sup>.

No dizer de Calixto Salomão Filho, a regulação permite que o “ente estatal, de modo indireto, realize a organização das relações econômicas e sociais”<sup>53</sup>, não restringindo a liberdade, tanto dos agentes econômicos, quanto dos particulares que atuam, no caso da Comissão de Valores Mobiliários, no mercado

---

<sup>49</sup> Nas deliberações realizadas pelo Colegiado, a fim de editar normas ou aplicar sanções, todos os votos têm igual valor, salvo em caso de empate, situação esta que enseja que o voto do presidente tenha maior valor a fim de desempate.

<sup>50</sup> A Constituição Federal atribui à função reguladora o poder normativo, fiscalizador e sancionatório.

<sup>51</sup> SZTAJN, Rachel. Regulação e o mercado de valores mobiliários. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Malheiros, n. 135, 2004, p. 137.

<sup>52</sup> HUNT, Howard J. Sherman. *História do pensamento econômico: uma perspectiva crítica*. Tradução por José Ricardo Brandão de Azevedo e Maria José Cyhlar Monteiro. 2ª ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005, p. 53.

<sup>53</sup> SALOMÃO FILHO, Calixto. *Regulação da Atividade Econômica (princípios e fundamentos jurídicos)*. 2ª ed. São Paulo: Malheiros, 2008, p.20.



de capitais.

Em relação ao mercado de capitais, conforme referido anteriormente, este é definido como o âmbito de negociação dos valores mobiliários das sociedades anônimas de capital aberto. Essa modalidade societária, regida pela Lei 6.404/76 (Lei das Sociedades Anônimas – “LSA”), tem por característica ser uma “sociedade empresária com capital social dividido em ações<sup>54</sup>, espécie de valor mobiliário, na qual os sócios, chamados de acionistas<sup>55</sup>, respondem pelas obrigações sociais até o limite<sup>56</sup> do preço de emissão das ações que possuem<sup>57</sup>”. Essa definição de sociedade anônima foi sendo construída ao longo do tempo por necessidades econômicas da época e pelo pensamento político e social dominante ao longo de seu processo evolutivo<sup>58</sup>.

Ao negociar seus valores mobiliários, a sociedade empresária capta recursos diretamente de investidores para financiar sua atividade, não sendo extremamente necessário, portanto,

---

<sup>54</sup> “As ações de uma sociedade anônima são bens móveis representativos de seu capital social e do direito de crédito de seu titular (acionista) contra a companhia, conferindo-lhe vantagens de ordem política e a qualidade de sócio.” (GOMES, Fábio Bellote. *Manual de Direito Empresarial*. 4ª ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2013. p. 147)

<sup>55</sup> “Titular de ações de determinada sociedade anônima. Sua principal obrigação é pagar o preço de emissão das ações que subscrever.” (GOMES, Fábio Bellote. *Manual de Direito Empresarial*. 4ª ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2013. p. 152)

<sup>56</sup> “Historicamente, essa limitação da responsabilidade dos sócios surgiu na metade do século XIV.” (SICARD, Germain. *Aux origins des sociétés anonymes. Les moulins de Toulouse au moyen age*. Paris: Librairie Armand Colin, 1953. p. 172.). Ainda, segundo Cesare Vivante, “em caso de dívidas sociais é utilizado apenas o patrimônio constituído pelas subscrições dos sócios” (VIVANTE, Cesare. *Instituzioni di diritto commerciale*. 32ª ed. Milão: Hoepli, 1926. p. 82)

<sup>57</sup> COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de direito comercial, volume 2: direito de empresa*. 17ª ed. São Paulo: Editora Saraiva, 2013. p. 87.

<sup>58</sup> “Nas companhias coloniais já se delineavam as características fundamentais hoje peculiares da sociedade anônima e que a distinguem entre as várias espécies de sociedade: responsabilidade limitada dos sócios e divisão do capital em ações, isto é, possibilidade de serem, as participações dos vários sócios, corporizadas em títulos facilmente circuláveis; a pessoa do sócio é, destarte, indiferente à caracterização jurídica da sociedade.” (ASCARELLI, Tullio. *Problemas das sociedades anônimas e direito comparado*. 1ª reimpressão. São Paulo: Editora Quorum, 2008. p. 452)

se socorrer de empréstimos bancários como ocorre com as demais sociedades, de modo que seus investidores, ao adquirirem valores mobiliários, podem se tornar sócios ou credores do empreendimento.<sup>59</sup>

Em razão dessa possibilidade de capitalização direta e de outras formas de autofinanciamento, como por exemplo, lançamento de debêntures<sup>60</sup>, reduzem-se os entraves para o desenvolvimento das companhias abertas e, por via de consequência, a economia nacional se aprimora o que reflete diretamente em uma maior arrecadação estatal. Por este motivo, a sociedade anônima de capital aberto é considerada como um instrumento jurídico “voltado para grandes empreendimentos que necessitam a captação de consideráveis recursos econômicos.”<sup>61</sup>

A sociedade anônima, portanto, “mobiliza capitais e congrega técnicas e pessoas na consecução de um objetivo comum”<sup>62</sup>, através da “negociação de valores mobiliários nas bolsas de valores ou mercado de balcão”<sup>63</sup>, realizando a captação

---

<sup>59</sup> Se os valores mobiliários forem ações, o investidor se tornará acionista, mas se forem debêntures, será credor. Essa opção pode ser exercida pela sociedade anônima, conforme recomendação da instituição financeira contratada para estrutura a operação.

<sup>60</sup> A Lei 6.404/76, em seu artigo 52, dispõe que “a companhia poderá emitir debêntures que conferirão aos seus titulares direito de crédito contra ela, nas condições constantes da escritura de emissão e, se houver, do certificado”. Em relação às debêntures, estas “são valores mobiliários representativos de dívida que asseguram a seus detentores direito de crédito contra a companhia emissora, nas condições constantes da escritura de emissão”. (MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. *As recentes alterações com respeito à competência para emissão de debêntures*. In: Rodrigo Pironi Aguirre Castro. (Org.). *Direito empresarial e outros estudos de Direito em homenagem ao professor José Alexandre Tavares Guerreiro*. 1ed. São Paulo: Quartier Latin, v., pp. 537-562, p. 539, 2013).

<sup>61</sup> COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de direito comercial, volume 2: direito de empresa*. 17a ed. São Paulo: Editora Saraiva, 2013. p. 90.

<sup>62</sup> OIOLI, Erik Frederico. *A superação do modelo de concentração acionária no Brasil: o regime jurídico das companhias de capital disperso na lei das sociedades anônimas*. 2015. 415 f. Tese de Doutorado em Direito Comercial. USP, Faculdade de Direito, São Paulo. p. 27.

<sup>63</sup> COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de direito comercial, volume 2: direito de empresa*. 17a ed. São Paulo: Editora Saraiva, 2013. p. 90.

de recursos sem necessidade de intermediação financeira<sup>64</sup>. Pontua-se, ainda, que a lista de valores mobiliários está prevista no art. 2º, da Lei 6.385/76, e, para realizar a sua negociação no mercado, é necessário tanto a prévia autorização, quanto o registro<sup>65</sup> na Comissão de Valores Mobiliários.

Contextualizado o âmbito de atuação da Comissão de Valores Mobiliários, faz-se necessário elucidar os objetivos<sup>66</sup> específicos buscados pelo aludido órgão na defesa da ordem econômica.

Quando da leitura do artigo 4º, da Lei 6.385/76<sup>67</sup> (que

---

<sup>64</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais: regime jurídico*, 2. ed., rev. e atual., Rio de Janeiro: Editora Renovar, 2008. p. 8.

<sup>65</sup> “A lei determina o controle governamental sobre as sociedades anônimas abertas com vistas a conferir ao mercado acionário uma certa segurança.” (COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de direito comercial, volume 2: direito de empresa*. 17a ed. São Paulo: Editora Saraiva, 2013. p. 91)

<sup>66</sup> EIZIRIK entende que “a regulação dos setores econômicos decorre do interesse público, ou seja, do que é socialmente desejável, atendendo a parcelas consideráveis da população” (EIZIRIK, Nelson. *O papel do estado na regulação do mercado de capitais*, 1977, p. 52).

<sup>67</sup> BRASIL. Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Art. 4º. O Conselho Monetário Nacional e a Comissão de Valores Mobiliários exercerão as atribuições previstas na lei para o fim de: I - estimular a formação de poupanças e a sua aplicação em valores mobiliários; II - promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações, e estimular as aplicações permanentes em ações do capital social de companhias abertas sob controle de capitais privados nacionais; III - assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados da bolsa e de balcão; IV - proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra: a) emissões irregulares de valores mobiliários; b) atos ilegais de administradores e acionistas controladores das companhias abertas, ou de administradores de carteira de valores mobiliários. c) o uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários. V - evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados no mercado; VI - assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido; VII - assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários; VIII - assegurar a observância no mercado, das condições de utilização de crédito fixadas pelo Conselho Monetário Nacional.

instituiu o referido órgão<sup>68</sup>), percebe-se que o legislador infraconstitucional tratou de enumerar, exemplificativamente, alguns objetivos específicos, dentre eles destaca-se o estímulo à formação de poupança popular e sua aplicação em valores mobiliários, o funcionamento eficiente e regular do mercado e a proteção aos investidores. Não obstante a lei que criou a Comissão de Valores Mobiliários ser anterior à Constituição Federal vigente, esta foi recepcionada e seus objetivos se mostram plenamente aplicáveis (vide os já referidos artigos 62 e 170, ambos da Constituição Federal).

Tendo em vista que toda a regulação tem por objetivo superar eventuais falhas estruturais<sup>69</sup> (deficiências), no caso do mercado de capitais, este não consegue, por si só, superá-las, sendo necessária a intervenção do órgão estatal. Consta-se, desse modo, que o objetivo primordial da regulação do mercado de capitais é tornar o seu funcionamento eficiente (em seu sentido mais amplo<sup>70</sup>), a fim de que haja confiança dos investidores no mercado, pois inexistindo confiança estes dificilmente irão realizar investimentos.

Percebe-se, portanto, que o objetivo estatal na regulação do mercado de capitais é de corrigir falhas estruturais, tutelar os direitos de propriedade, bem como as relações contratuais ocorridas na negociação dos valores mobiliários (que permeiam o interesse público), propiciando segurança jurídica<sup>71</sup> tanto para a companhia que os negocia quanto para os seus

---

<sup>68</sup> Saliencia-se, oportunamente, que as reformas realizadas pelas Leis nº 9.457/97 e 10.303/01, permitiram uma maior independência e maior flexibilidade ao órgão regulador do mercado de capitais.

<sup>69</sup> Assimetria de informações, conflitos de agências, preços imprecisos de valores mobiliários são exemplos de falhas estruturais.

<sup>70</sup> A ineficiência nas taxas de desenvolvimento econômico de um determinado país pode estar associada a uma má alocação da poupança popular nas atividades econômicas.

<sup>71</sup> FINKELSTEIN, Maria Eugênia. Assimetria Informacional e Governança Corporativa. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. ano 19, vol. 73, São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, jul./set. de 2016. pp. 71-91.

adquirentes (proteção à poupança popular).<sup>72</sup> Esses objetivos visam ao desenvolvimento econômico eficiente do mercado de capitais, de modo que o recebimento dos valores a título de valores mobiliários sejam realmente alocados no financiamento da atividade produtiva.

Nesse aspecto, tendo em vista a alta capacidade de captação de recursos financeiros por parte das companhias abertas, faz-se necessária a atuação da Comissão de Valores Mobiliários como uma limitadora da liberdade individual dos agentes do mercado através da normatização<sup>73</sup>, seja fiscalizando<sup>74</sup> o cumprimento das Leis nº 6.385/76 e 6.404/76, seja atribuindo sanções aos transgressores. Essa afirmação é corroborada pelo art. 4º, inciso IV, letra “b”, da Lei 6.385/76, o qual prevê que cabe à CVM proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores contra atos ilegais de administradores e acionistas controladores das companhias abertas, ou de administradores de carteira de valores mobiliários.

#### 4 A COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS E SEUS INSTRUMENTOS REGULATÓRIOS

No tópico anterior demonstrou-se que os principais objetivos da regulação realizada pela Comissão de Valores Mobiliários são: corrigir falhas estruturais, tutelar direitos de propriedade e a poupança popular, bem como acerca das relações

---

<sup>72</sup> A *International Organization of Securities Commissions* (IOSCO), Organização Internacional de Reguladores de Valores Mobiliários, fundada em 1983, prescreve, em seu diretório, os objetivos internacionalmente procurados, no âmbito mundial, na regulação do mercado de capitais. Disponível em: <<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD265.pdf>>. Acesso em: 12/02/2018.

<sup>73</sup> Criação de regras para acesso e permanência dos participantes do mercado, bem como fixação de um padrão de comportamento (conduta) destes.

<sup>74</sup> “É fato que a expansão do mercado de capitais brasileiro se apresenta como uma realidade que exige a proteção do investidor pelos órgãos reguladores e autorreguladores” (LORIA, Eli. *Companhia aberta: objeto social e operações de risco*. 2012. 210 f. Tese de Doutorado em Direito Comercial. USP, Faculdade de Direito, São Paulo, p. 1)

ocorridas na negociação dos valores mobiliários que permeiam o interesse público (propiciando segurança jurídica tanto para a companhia que negocia valores mobiliários quanto para os seus investidores). Tendo em vista o alongado rol de objetivos institucionais, que não se resume somente aos acima elencados, coube ao legislador infraconstitucional conferir à Comissão de Valores Mobiliários os meios necessários para alcançá-los de modo eficiente.

Nesse aspecto, a Lei nº 6.385/76, além de instituir a Comissão de Valores Mobiliários, também tratou de lhe conferir poderes regulatórios, a fim de que esses sejam utilizados para que ela possa cumprir suas funções públicas. No presente trabalho, será utilizada a classificação dos instrumentos regulatórios em normativos, executivos e judicantes, “agrupados de acordo com seu grau de proximidade com as funções clássicas atribuídas ao Estado”.<sup>75</sup>

#### 4.1 A POSSIBILIDADE DE NORMATIZAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS

Nos termos do art. 8º, inciso I, da Lei nº 6.385/76<sup>76</sup>, atribuiu-se à Comissão de Valores Mobiliários a competência para regulamentar as matérias previstas na lei que a instituiu, bem como a lei que regula as sociedades anônimas, desde que observada a política definida pelo Conselho Monetário Nacional.<sup>77</sup>

---

<sup>75</sup> DUBEUX, Julio Ramalho. *A Comissão de Valores Mobiliários e os principais instrumentos regulatórios do mercado de capitais brasileiro*. 2005. 96f. Dissertação de Mestrado em Teoria do Estado e Direito Constitucional. PUCRJ, Departamento de Direito, Rio de Janeiro, p. 11.

<sup>76</sup> BRASIL. Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Art. 8º. Compete à Comissão de Valores Mobiliários: I - regulamentar, com observância da política definida pelo Conselho Monetário Nacional, as matérias expressamente previstas nesta Lei e na lei de sociedades por ações;

<sup>77</sup> Sintetizam-se em dois grandes grupos as possibilidades de normatização por parte da CVM, sendo um deles a possibilidade de normatizar os requisitos de acesso e

Dentre alguns exemplos da competência normativa<sup>78</sup> da CVM, destaca-se a possibilidade desta expedir normas sobre padrões de comportamento dos participantes do mercado, Registro de Oferta Pública de distribuição de valores mobiliários<sup>79</sup>, Registro de Companhia Aberta<sup>80</sup> (inclusive nos casos de dispensa de registro, nos termos do art. 19, §§ 5º a 7º, e do art. 21, § 6º, da referida lei), bem como questões relativas à necessidade das companhias prestarem informações mínimas aos seus investidores e a periodicidade destas informações (nos termos do artigo 21-A, incluído na Lei n° 6.385/1976 pelo Decreto n° 3.995/2001)<sup>81</sup>.

Em regra, a atuação da Comissão de Valores Mobiliários sucede a ocorrência de eventual ato ilegal, visto que o legislador infraconstitucional não tinha como normatizar previamente a

---

permanência ao mercado de capitais, e o outro relacionado a normas de comportamento dos participantes do mercado.

<sup>78</sup> “A CVM também normatiza os registros dos intermediários do mercado, normatiza a conduta dos intermediários, normatiza a constituição e o funcionamento das entidades auto-reguladoras, tipifica as operações fraudulentas, as práticas manipulatórias, a criação de condições artificiais de mercado, a prática não equitativa, normatiza a atividade de auditoria independente, dentre outros assuntos.” (DUBEUX, Julio Ramalho. *A Comissão de Valores Mobiliários e os principais instrumentos regulatórios do mercado de capitais brasileiro*. 2005. 96f. Dissertação de Mestrado em Teoria do Estado e Direito Constitucional. PUCRJ, Departamento de Direito, Rio de Janeiro, p. 61)

<sup>79</sup> O Registro de Oferta Pública de distribuição de valores mobiliários está disciplinado na Instrução CVM 400/03 e é necessário para que possa ocorrer as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários. Salienta-se que as ofertas privadas ou particulares não estão sob o alvedrio da CVM.

<sup>80</sup> O Registro de Companhia Aberta está disciplinado na Instrução CVM 202/93 e serve para que uma companhia abra seu capital, ou seja, possa se capitalizar através da negociação de seus títulos no mercado de capitais. Esse registro pode ser tanto para a negociação em bolsa de valores (mercado secundário), quanto para negociação no mercado de balcão (mercado primário ou mercado secundário). A sua manutenção depende de periódico envio de informações por parte do Diretor de Relações com Investidores da companhia.

<sup>81</sup> Não cabe ao Estado, através do papel regulatório da CVM, analisar a qualidade dos títulos e das companhias abertas que atuam no mercado de capitais, devendo este somente proporcionar o adequado fornecimento de informações aos investidores do mercado.

totalidade das situações ocorridas no dia a dia do mercado de capitais. É nesse sentido que se verifica a importância de uma completa normatização do mercado de capitais por parte da Comissão de Valores Mobiliários, pois lhe possibilita, verificando situação anômala, normatizar a regularidade ou não de determinada conduta, de forma a evitar novos danos e manter o mercado eficiente.

A referida eficiência advém, sobretudo, da qualidade e exatidão das informações que são divulgadas aos investidores do mercado, de modo que a exigência dos aludidos registros<sup>82</sup> e o ininterrupto envio de informações está intimamente ligado à tutela da prestação de informações aos investidores populares (também chamado de princípio do *full disclosure*). Ainda, outro objetivo da eficiência na informação do investidor popular é a possibilidade deste ter ciência do valor dos títulos em negociação devidamente atualizados simultaneamente à divulgação de informações sobre determinada companhia, de forma que o valor do referido título, no momento de sua análise, reflita no seu valor atualizado de mercado.

Nesse aspecto, a regulação do mercado de capitais, através da tutela da correta informação dos investidores, permite que esses ganhem a necessária confiança para realizarem operações com valores mobiliários. A referida confiança é auferida quando da demonstração de solidez dos mercados primário e secundário<sup>83</sup>, de sorte que o investidor tenha segurança de que eventual fracasso em seu investimento não tenha ocorrido em razão de falhas de mercado e sim pelo próprio caráter arrojado da operação por ele escolhida.

---

<sup>82</sup> Os registros são instrumentos normativos que determinam informações que devem ser apresentadas pelas companhias para que possam atuar no mercado de ações. Tanto o Registro de Companhia Aberta quanto o Registro de Oferta Pública se complementam nesse objetivo.

<sup>83</sup> “O mercado primário destina-se à colocação original dos títulos emitidos pelas sociedades e o mercado secundário à revenda desses títulos pelos seus adquirentes” (BORBA, José Edwaldo Taves. *Direito Societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2003, p. 154)



Destaca-se, oportunamente, que o poder normativo da Comissão de Valores Mobiliários “está sujeito ao princípio da legalidade, de modo que as regras por ela estabelecidas não podem extrapolar os limites legais estabelecidos”.<sup>84</sup>

#### 4.2 A FISCALIZAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS POR MEIO DE INSTRUMENTOS EXECUTIVOS

Nos termos do inciso III, do art. 8º, da Lei nº 6.385/76, compete à CVM “fiscalizar, de forma permanente, as atividades e os serviços do mercado de valores mobiliários relacionados em seu art. 1º, bem como a veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele participem, e aos valores nele negociados”. Percebe-se, assim, que a autarquia federal se utiliza de “instrumentos executivos”<sup>85</sup> (mecanismos variados) para que haja o cumprimento das normas legais, destacando-se, dentre eles, a investigação de ilícitos<sup>86</sup> (através da análise das informações que os participantes do mercado apresentam, de forma obrigatória e periódica, a fim de manter sua atividade regular) e o monitoramento eletrônico diário das operações realizadas.

Com a finalidade de demonstrar exemplos concretos dos mecanismos à disposição da Comissão de Valores Mobiliários, subtrai-se, quando da leitura do inciso I, do art. 9º<sup>87</sup>, da Lei nº

---

<sup>84</sup> CVM – Comissão de Valores Mobiliários. *Direito do Mercado de Valores Mobiliários*. 1ª ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2017, p. 45.

<sup>85</sup> DUBEUX, Julio Ramalho. *A Comissão de Valores Mobiliários e os principais instrumentos regulatórios do mercado de capitais brasileiro*. 2005. 96f. Dissertação de Mestrado em Teoria do Estado e Direito Constitucional. PUCRJ, Departamento de Direito, Rio de Janeiro, p. 60.

<sup>86</sup> A realização da investigação por parte da CVM é essencial fins de atribuição de autoria e verificação de materialidade dos ilícitos. Nesse sentido, constatada o indício ou a ocorrência de crime definido como de ação pública, a autarquia tem o dever de informar o Ministério Público, conforme artigo 9º, da Lei Complementar 105/02.

<sup>87</sup> Em relação ao inciso II, do artigo 9º, este atribui à CVM o poder de “intimar as pessoas referidas no inciso I a prestar informações, ou esclarecimentos, sob cominação de multa, sem prejuízo da aplicação das penalidades previstas no art. 11.”

6.385/76, que ela tem o poder<sup>88</sup> de “examinar e extrair cópias de registros contábeis, livros ou documentos, inclusive programas eletrônicos e arquivos magnéticos, ópticos ou de qualquer outra natureza, bem como papéis de trabalho de auditores independentes, devendo tais documentos ser mantidos em perfeita ordem e estado de conservação pelo prazo mínimo de cinco anos”. Ainda, conforme o inciso III, IV e o §1º, do artigo 9º, da Lei nº 6.385/76, está à disposição da autarquia a possibilidade de “requisitar informações de qualquer órgão público, autarquia ou empresa pública”, “determinar às companhias abertas que republiquem, com correções ou aditamentos, demonstrações financeiras, relatórios ou informações divulgadas”, bem como “suspender a negociação de determinado valor mobiliário, decretar o recesso da bolsa de valores e proibir os participantes do mercado de realizar determinado ato fins de resguardar o cumprimento das normas de mercado (*stop order*)”.<sup>89</sup>

Demonstrado o poder fiscalizatório do órgão estatal e alguns dos instrumentos pelos quais é possível alcançar tal mister, salienta-se que, através dele, é tutelada a eficiência na transferência de títulos entre os participantes do mercado, bem como a equidade nas relações entre investidor e o respectivo intermediário financeiro. Realizando o monitoramento diário das operações realizadas, analisam-se os custos cobrados para a realização das transações, os quais devem ser os menores possíveis, sob pena do valor do investimento no mercado mobiliário se tornar caro ao ponto de gerar desinteresse dos investidores populares<sup>90</sup>. O

---

<sup>88</sup> Salienta-se, oportunamente, que o referido poder, em tese, não afronta à Constituição em relação ao sigilo de dados (art. 5º, XII), tampouco preservação de intimidade e privacidade (art. 5º, X). Nada obsta, entretanto, a necessidade da tutela jurisdicional para dirimir eventual controvérsia.

<sup>89</sup> DUBEUX, Julio Ramalho. *A Comissão de Valores Mobiliários e os principais instrumentos regulatórios do mercado de capitais brasileiro*. 2005. 96f. Dissertação de Mestrado em Teoria do Estado e Direito Constitucional. PUCRJ, Departamento de Direito, Rio de Janeiro, p. 64.

<sup>90</sup> A regulação realizada pela CVM tem por objetivo que a corretagem cobrada pelos intermediários reflita nos custos que geraram para a sua execução.

valor da corretagem cobrado pelas intermediadoras financeiras é algo a ser considerado, de modo que cabe à Comissão de Valores Mobiliários permitir que sempre haja concorrência (políticas antitruste) entre estes agentes econômicos.

Em relação à equidade nas relações entre o investidor e o intermediário financeiro, este deve realizar as ordens de compra ou venda de títulos na ordem temporal que foi solicitada, sem que haja favorecimento a outras pessoas estranhas a essas relações. Nesse sentido, realizando a análise das operações diárias, evita-se que o intermediário financeiro demonstre ter interesses diversos do investidor popular (situação esta que é denominada conflito de interesses) gerando sua desconfiança quanto ao mercado.

#### 4.3 OS INSTRUMENTOS JUDICANTES E A POSSIBILIDADE DE ATRIBUIÇÃO DE SANÇÃO AOS PARTICIPANTES DO MERCADO DE CAPITAIS

Tendo em vista os inúmeros objetivos institucionais da Comissão de Valores Mobiliários, os quais devem ser promovidos fins de atingir sua função pública, o legislador atribuiu a essa autarquia a possibilidade de exercer poder de polícia, intervindo na esfera privada de forma a apurar e punir atos ilegais. O exercício do referido poder de polícia decorre da possibilidade de a autarquia dar resposta à fiscalização realizada, sancionando os infratores das suas normas, objetivando a educação e repreensão dos agentes do mercado.

O poder de polícia da Comissão de Valores Mobiliários foi estendido com o advento da Lei 9.457/97, que alterou a redação original da Lei 6.385/76, de modo que a autarquia pudesse atuar de forma mais eficaz na punição dos participantes do mercado quando estes agissem com desvio de conduta. Oportunamente, salienta-se que, mesmo diante desse objetivo relevante, a atuação da autarquia deve respeitar os direitos e garantias

previstos constitucionalmente.

Interpreta-se, quando da leitura dos incisos V e VI, do artigo 9º<sup>91</sup>, da Lei 6.385/76, que foi atribuída à Comissão de Valores Mobiliários a realização do poder de polícia administrativa com a finalidade de apurar atos ilegais, julgá-los (através de Processos Administrativos Sancionadores) e puní-los.

Inicialmente, em relação à apuração dos atos ilegais, ocorrendo eventual ato considerado ilegal, se não houver claros indícios de autoria e materialidade, cabe à Comissão de Valores Mobiliários dar início a um inquérito administrativo<sup>92</sup> o qual, ao final, pode culminar em uma acusação. Caso já os possua, não é necessária a etapa investigativa prévia<sup>93</sup>. Assim, realizada a acusação, através do Termo de Acusação<sup>94</sup>, é dado início ao Processo Administrativo Sancionador (PAS), instrumento judicante à disposição da autarquia federal.

O Processo Administrativo Sancionador (ou punitivo) “constitui modalidade de processo administrativo pelo qual a autoridade pública aplica penalidades administrativas às pessoas

---

<sup>91</sup> BRASIL. Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Art. 9º. A Comissão de Valores Mobiliários, observado o disposto no § 2º do art. 15, poderá: V: 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; VI - aplicar aos autores das infrações indicadas no inciso anterior as penalidades previstas no Art. 11, sem prejuízo da responsabilidade civil ou penal.

<sup>92</sup> O inquérito administrativo é realizado por uma Comissão de Inquérito, com membros definidos pelo Colegiado da CVM.

<sup>93</sup> BRASIL. Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Art. 9º. § 2º O processo, nos casos do inciso V deste artigo, poderá ser precedido de etapa investigativa, em que será assegurado o sigilo necessário à elucidação dos fatos ou exigido pelo interesse público, e observará o procedimento fixado pela Comissão.

<sup>94</sup> “Peça acusatória que imputa aos participantes do mercado a responsabilidade pelo descumprimento de normas fiscalizadas pela entidade reguladora” (DUBEUX, Julio Ramalho. *A Comissão de Valores Mobiliários e os principais instrumentos regulatórios do mercado de capitais brasileiro*. 2005. 96f. Dissertação de Mestrado em Teoria do Estado e Direito Constitucional. PUCRJ, Departamento de Direito, Rio de Janeiro, p. 77)

submetidas à sua regulação, em decorrência da prática de atos qualificados em lei ou em regulamento como ilícitos administrativos”<sup>95</sup>. Tanto a fase do inquérito quanto o Processo Administrativo Sancionador se desenvolvem em estrito atendimento<sup>96</sup> aos princípios constitucionais (especialmente os da ampla defesa e do contraditório) e aos princípios legais, especialmente os relacionados no art. 2º, da Lei nº 9.784/1999<sup>97</sup> (lei que regula o processo administrativo no âmbito da Administração Pública Federal).

Nesse aspecto, oportuno destacar que “como acontece no processo civil, o Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários, ao realizar o julgamento<sup>98</sup> do Processo Administrativo Sancionador, formará livremente sua convicção e, tanto para afastar a imputação dos ilícitos, quanto para aplicar sanção, faz-se necessária e imprescindível a devida fundamentação legal da decisão.”<sup>99</sup>

No que pertine à possibilidade de atribuição de sanção

---

<sup>95</sup> EIZIRIK, Nelson. *Reforma das S/A e do Mercado de Capitais*, p. 148, *apud* DUBEUX, Julio Ramalho. *A Comissão de Valores Mobiliários e os principais instrumentos regulatórios do mercado de capitais brasileiro*. 2005. 96f. Dissertação de Mestrado em Teoria do Estado e Direito Constitucional. PUCRJ, Departamento de Direito, Rio de Janeiro, p. 76.

<sup>96</sup> O PAS é disciplinado pelas Resoluções CMN 454/77 e 1657/89 (que dispõem sobre o rito ordinário), Deliberação CVM 457/02 (onde são estabelecidos procedimentos a serem observados na tramitação de processos administrativos sancionadores, como, por exemplo, os requisitos do Termo de Acusação) e na Instrução CVM 251/96 (que dispõe sobre o rito sumário).

<sup>97</sup> BRASIL. Lei nº 9.784, de 29 de janeiro de 1999. Regula o processo administrativo no âmbito da Administração Pública Federal. Art. 2º. A Administração Pública obedecerá, dentre outros, aos princípios da legalidade, finalidade, motivação, razoabilidade, proporcionalidade, moralidade, ampla defesa, contraditório, segurança jurídica, interesse público e eficiência.

<sup>98</sup> O julgamento não é necessário ser unânime, de modo que a decisão pode ser tomada pela maioria, vide nota de rodapé nº 40.

<sup>99</sup> DUBEUX, Julio Ramalho. *A Comissão de Valores Mobiliários e os principais instrumentos regulatórios do mercado de capitais brasileiro*. 2005. 96f. Dissertação de Mestrado em Teoria do Estado e Direito Constitucional. PUCRJ, Departamento de Direito, Rio de Janeiro, p. 79.

aos agentes do mercado, nos termos dos artigos 9<sup>o</sup><sup>100</sup> e 11<sup>o</sup><sup>101</sup>, ambos da Lei 6.385/76, está prevista a possibilidade da aplicação de penalidade<sup>102</sup> a todos os infratores das normas da Lei 6.385/76, Lei 6.404/76 (Lei das Sociedades por Ações), das suas

---

<sup>100</sup> BRASIL. Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Art. 9º. A Comissão de Valores Mobiliários, observado o disposto no § 2º do art. 15, poderá: II - intimar as pessoas referidas no inciso I a prestar informações, ou esclarecimentos, sob cominação de multa, sem prejuízo da aplicação das penalidades previstas no art. 11; VI - aplicar aos autores das infrações indicadas no inciso anterior as penalidades previstas no Art. 11, sem prejuízo da responsabilidade civil ou penal. § 1º Com o fim de prevenir ou corrigir situações anormais do mercado, a Comissão poderá: I - suspender a negociação de determinado valor mobiliário ou decretar o recesso de bolsa de valores; II - suspender ou cancelar os registros de que trata esta Lei; III - divulgar informações ou recomendações com o fim de esclarecer ou orientar os participantes do mercado; IV - proibir aos participantes do mercado, sob cominação de multa, a prática de atos que especificar, prejudiciais ao seu funcionamento regular.

<sup>101</sup> BRASIL. Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. 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: I - advertência; II - multa; III - suspensão do exercício do cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários; III - (revogado); IV - inabilitação temporária, até o máximo de 20 (vinte) anos, 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 Comissão de Valores Mobiliários; V - suspensão da autorização ou registro para o exercício das atividades de que trata esta Lei; exercício das atividades de que trata esta Lei; VII - proibição temporária, até o máximo de vinte anos, de praticar determinadas atividades ou operações, para os integrantes do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários; VIII - proibição temporária, até o máximo de dez anos, de atuar, direta ou indiretamente, em uma ou mais modalidades de operação no mercado de valores mobiliários.

<sup>102</sup> “No âmbito administrativo da CVM não existe previsão direta que relacione a infração cometida com a sanção aplicável, cabendo ao Colegiado da CVM maior discricionariedade na fixação da pena, o que só confirma o caráter menos rígido do processo administrativo”. (DUBEUX, Julio Ramalho. *A Comissão de Valores Mobiliários e os principais instrumentos regulatórios do mercado de capitais brasileiro*. 2005. 96f. Dissertação de Mestrado em Teoria do Estado e Direito Constitucional. PUCRJ, Departamento de Direito, Rio de Janeiro, p. 80.)

resoluções, bem como de outras normas legais cujo cumprimento lhe incumbe fiscalizar. Verifica-se, portanto, que a atribuição de penalidade não pode ser limitada somente aos agentes econômicos administrados pela Comissão de Valores Mobiliários, de forma que a própria redação do artigo 9º, §1º, IV, da Lei 6.385/76, amplia a possibilidade de cominação de multa “aos participantes do mercado”, ou seja, todos que participam dele. Em caso de aplicação de penalidade, pode o processado interpor recurso, conforme § 4º, do artigo 11, da Lei 6.385/76<sup>103</sup>, perante o Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (CRSFN), sendo este um órgão do Ministério da Fazenda que julga o processo em segunda e última instância.

Assim, quando ameaçada a confiabilidade e o regular funcionamento do mercado de capitais<sup>104</sup>, cabe à autarquia a aplicação de sanções, sendo uma delas a multa pecuniária. A atribuição de multa, de acordo com as modificações advindas da Lei nº 13.506 de 2017, que alterou o artigo 11, §1º, da Lei 6385/76, passou a ter que observar critérios de proporcionalidade e razoabilidade, capacidade econômica do infrator e os motivos que justifiquem sua imposição, quando da dosimetria da pena pela autarquia estatal.

Os referidos critérios se mostram adequados fins de evitar discrepâncias como as ocorridas nos julgamentos dos PAS CVM nº RJ2013/6635<sup>105</sup> (envolvendo a Centrais Elétricas

---

<sup>103</sup> BRASIL. Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Art. 11. §4º As penalidades somente serão impostas com observância do procedimento previsto no § 2º do art. 9º desta Lei, cabendo recurso para o Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional.

<sup>105</sup> No referido expediente administrativo, discutiu-se o voto proferido pela União, acionista majoritária da Eletrobrás (companhia estatal), em AGE, a favor da renovação antecipada de contratos de concessão de geração e transmissão de energia elétrica celebrados entre a própria União e subsidiárias da Eletrobrás. Neste caso, a União, valendo-se de sua condição de controladora, estava beneficiando a si mesma com vantagens não extensíveis aos demais acionistas, demonstrando que o seu voto atendia somente a seus interesses e não de toda a companhia. Em resumo, a CVM decidiu que

Brasileiras S/A (Eletrobrás) e PAS CVM nº 19957.005977/2016-18<sup>106</sup> (envolvendo a prática de *spoofing*<sup>107</sup>).

No caso envolvendo a Eletrobrás, a decisão da CVM reconheceu que a União votou em situação de conflito de interesses em assembleia geral extraordinária (AGE) realizada em 2012, ainda que a estimativa de prejuízo da companhia estatal, em razão do voto proferido, fosse de bilhões de reais<sup>108</sup> a União foi condenada em R\$ 500.000,00 (quinhentos mil reais), sanção máxima à época (2015), por ter infringido o art. 115, §1º, da LSA, ao ter votado.

Já no processo que julgou a prática de *spoofing*, tanto o administrador de carteira de ações, quanto sua empresa de investimentos, em decisão datada de 13 de março de 2018, foram condenados, respectivamente, à pena pecuniária de R\$ 684.000,00 (seiscentos e oitenta e quatro mil reais) e R\$ 1.710.000,00 (um milhão e setecentos e dez mil reais), valores estes que representam o dobro da vantagem ilícitamente obtida por cada um. Destaca-se que, nessa prática, há a utilização de computadores que realizam atos de inserção de ordens artificiais de compra e

---

o ente público deveria ter se abtido de votar, visto que seu voto invariavelmente estaria maculado de interesses conflitantes com os objetivos da companhia e dos demais acionistas (art. 115, §1º, da Lei nº 6.404, de 1976). Posteriormente, foi interposto recurso junto ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (CRSFN), que, em 28/06/2017, por maioria de seus conselheiros, votou pela absolvição da União.

<sup>106</sup> No caso, um administrador de carteira de ações e sua empresa de investimentos foram responsabilizados pela prática de manipulação de preços no mercado de valores mobiliários, através da prática de *spoofing*, o que infringe diretamente os itens I e II, letra “b”, da Instrução CVM nº 8/1979.

<sup>107</sup> A prática de *spoofing* consiste na inserção de ordens artificiais de compra e venda no livro de ofertas a fim de aumentar ou diminuir a cotação do preço de um ativo ao criar uma falsa impressão de pressão compradora e vendedora, o que prejudica a segurança e o regular funcionamento do mercado de capitais e justifica atuação da autarquia estatal.

<sup>108</sup> O referido valor foi destacado da reportagem “O 11 de Setembro do setor elétrico”. (PIRES, Adriano *et al.* *O 11 de Setembro do setor elétrico*. Economia & Negócios. Portal do Estado de São Paulo. Disponível em: <<http://economia.estadao.com.br/noticias/geral,o-11-de-setembro-do-setor-eletrico-imp,-932073>>. Acesso em: 02/04/2018.)



venda, a fim de induzirem a alta ou baixa de determinados ativos, o que é proibido<sup>109</sup>. Nas palavras do Relator do caso, Diretor Henrique Machado, não pode ser considerado irregular ter ofertas em ambos os lados do livro de ofertas de compra e venda, tampouco é irregular registrar ofertas expressivas em qualquer desses lados ou cancelar rapidamente qualquer um desses registros. Entretanto, “quando esses elementos são organizados propositalmente em processo destinado a alterar a cotação de um valor mobiliário induzindo terceiro à sua compra ou venda, tem-se por caracterizada a manipulação de preços (*spoofing*) de que trata o inciso I c/c item II, “b”, da Instrução CVM n° 8/79”<sup>110</sup>.

Salutar referir que, sendo a Comissão de Valores Mobiliários uma autarquia, detém legitimidade<sup>111</sup> para propor ação civil pública para apurar danos no mercado de valores mobiliários,

---

<sup>109</sup> A primeira condenação de *spoofing*, que envolviam contratos futuros de dólar e de índice Bovespa e opções da Vale da Petrobrás no Brasil, foi destaque em matéria publicada no site Capital Aberto. “No caso julgado, segundo um dos exemplos apresentados no termo de acusação, a Paiffer registrou no livro de ofertas de compra, exatamente às 10h22m48s626ms, a oferta de compra de 50.000 opções da série VALEK36 ao preço de 39 centavos. As ofertas de venda registradas no livro naquele momento eram de 40 centavos. Apenas 4 segundos após registrar a oferta de venda, a Paiffer registrou no livro uma oferta de venda expressiva de 2.000.000 de opções da referida série pelo preço de 40 centavos. Essa oferta era 134 vezes maior que as registradas nos três pregões anteriores à data da operação e mais de duas vezes superior à soma de todas as ofertas constantes do livro, até o 3º nível de preços. Um segundo após o registro da oferta de venda, um outro participante do mercado, em reação à oferta da Paiffer, registrou sucessivas ofertas de venda pelo valor de 39 centavos. A Paiffer adquiriu essas opções e cancelou a oferta de venda um segundo após a conclusão da aquisição – ou seja, dois segundos após ter lançado a oferta de venda.” (ZORZO, Fernando dos Santos *et al.* Primeira condenação por spoofing no Brasil. Capital Aberto. Disponível em: <<https://capitalaberto.com.br/canais/pinheiro-neto/primeira-condenacao-por-spoofing-no-brasil/#.WvR9i6QvzIU>>. Acesso em: 10/05/2018.)

<sup>110</sup> Voto integral do Processo Administrativo Sancionador n° 19957.005977/2016-18. Disponível em: <<https://www.jota.info/wp-content/uploads/2018/03/voto-spoofing-henrique-machado.pdf>>. Acesso em: 10/05/2018.

<sup>111</sup> BRASIL. Lei n° 7.347, de 24 de julho de 1985. Disciplina a ação civil pública de responsabilidade por danos causados ao meio-ambiente, ao consumidor, a bens e direitos de valor artístico, estético, histórico, turístico e paisagístico (vetado) e dá outras providências. Art. 5º. Têm legitimidade para propor a ação principal e a ação cautelar: IV - a autarquia, empresa pública, fundação ou sociedade de economia mista;

não sendo estritamente necessária a atuação do órgão ministerial. Ademais, as importâncias decorrentes da condenação, na ação ora tratada, reverterão aos investidores lesados, na proporção de seu prejuízo, conforme a Lei nº 7.913/89.

Finalizando o estudo dos instrumentos judicantes à disposição da Comissão de Valores Mobiliários e as formas de aplicação das sanções, resta evidente o caráter educativo e retributivo contra os infratores, com a nítida finalidade de manter a eficiência e o respeito às normas do mercado de capitais.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

No presente trabalho o enfoque recaiu na Comissão de Valores Mobiliários, órgão integrante do Sistema Financeiro Nacional, que tem por atribuição realizar a regulação do mercado de capitais brasileiro. Considerando que o mercado de capitais é uma ferramenta de promoção do desenvolvimento econômico através da distribuição de valores mobiliários (permitindo que companhias abertas realizem a venda de seus títulos e financiem sua atividade sem a necessidade de recorrer a um empréstimo bancário), faz-se necessário um bom desempenho da regulação (intervenção) exercida pela Comissão de Valores Mobiliários.

Tendo em vista que toda regulação tem por objetivo superar eventuais falhas estruturais, no caso do mercado de capitais, o seu objetivo primordial é tornar o seu funcionamento eficiente, cabendo à autarquia tutelar os direitos de propriedade, bem como as relações contratuais ocorridas na negociação dos valores mobiliários (que permeiam o interesse público), propiciando segurança jurídica tanto para a companhia que os negocia quanto para os seus adquirentes (proteção à poupança popular). Destacou-se que a tutela do mercado é realizada pela Comissão de Valores Mobiliários através de três instrumentos regulatórios: normativos, executivos e judicantes.

A importância de uma completa normatização do mercado de capitais possibilita, antes da ocorrência de eventual futuro dano, determinar condutas e requisitos para a manutenção de sua eficiência. A referida eficiência advém, sobretudo, da qualidade e exatidão das informações que são divulgadas aos investidores do mercado, de modo que a exigência de registros e o ininterrupto envio de informações estão intimamente ligados à tutela da prestação de informações aos investidores populares (também chamado de princípio do *full disclosure*). A normatização do mercado de capitais, através da tutela da correta informação dos investidores, permite que esses ganhem a necessária confiança para realizarem operações com valores mobiliários.

A simples normatização não garante a eficiência do mercado, de forma que restou demonstrada a necessidade da autarquia utilizar instrumentos executivos para garantir o cumprimento de suas normas legais. Dentre as medidas fiscalizadoras destacou-se a investigação de ilícitos, através da análise das informações que os participantes do mercado apresentam, de forma obrigatória e periódica, a fim de manter sua atividade regular, bem como a realização de monitoramento eletrônico diário das operações realizadas.

Além da normatização e a fiscalização, o legislador atribuiu à Comissão de Valores Mobiliários a possibilidade de exercer poder de polícia, intervindo na esfera privada de forma a apurar e punir atos ilegais, desde que respeitados os direitos e garantias previstos constitucionalmente. O exercício do referido poder de polícia decorre da possibilidade da autarquia dar resposta à fiscalização realizada, sancionando os infratores das suas normas, objetivando a educação e repreensão dos agentes do mercado.

Conclui-se, portanto, a importância da atuação da Comissão de Valores Mobiliários na manutenção da eficiência do mercado de capitais visto que, como órgão do Sistema Financeiro Nacional, garante a sua higidez concretizando os

princípios constitucionais que conformam a ordem econômica, além de possibilitar a promoção do desenvolvimento econômico e equilibrado do país.



## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ANDREZO, Andréa Fernandes; LIMA, Iran Siqueira. *Mercado Financeiro: Aspectos Históricos e Conceituais*. 3ª ed. rev. e ampl. São Paulo: Thompson, 2007.
- ASCARELLI, Tullio. *Problemas das sociedades anônimas e direito comparado*. 1ª reimpressão. São Paulo: Editora Quorum, 2008.
- ÁVILA, Humberto. *Teoria dos princípios da definição à aplicação dos princípios jurídicos*. 4ª ed. São Paulo: Malheiros, 2005.
- BARROSO, Luís Roberto. *Constituição, Ordem Econômica e Agências Reguladoras*. *Revista Eletrônica de Direito Administrativo Econômico*. Salvador, Instituto de Direito Público da Bahia, nº 1, fevereiro, 2005.
- BORBA, José Edwaldo Taves. *Direito Societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2003.
- BRASIL. Constituição (1988). *Constituição da República Federativa do Brasil*. Brasília, DF: Senado Federal, 1988.
- CARVALHO, Kildare Gonçalves. *Direito constitucional*. 10ª ed. Belo Horizonte: Del Rey, 2004.
- COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de direito comercial, volume 2: direito de empresa*. 17ª ed. São Paulo: Editora Saraiva, 2013.
- CVM – Comissão de Valores Mobiliários. *Direito do Mercado de Valores Mobiliários*. 1ª ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2017.

- CVM – Comissão de Valores Mobiliários. *O mercado de valores mobiliários brasileiro*. 3ª ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2014.
- DEL MASSO, Fabiano. *Direito econômico*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.
- DI PIETRO, Maria Sylvia Zanella. *Direito Administrativo*. 22ª ed. São Paulo: Atlas, 2009.
- EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais: regime jurídico*, 2. ed., rev. e atual., Rio de Janeiro: Editora Renovar, 2008.
- EIZIRIK, Nelson. *O papel do estado na regulação do mercado de capitais*, 1977
- FIGUEIREDO, Leonardo Vizeu. *Lições de Direito Econômico*. 7ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014.
- FINKELSTEIN, Maria Eugênia. Assimetria Informacional e Governança Corporativa. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. ano 19, vol. 73, São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, jul./set. de 2016.
- GOMES, Fábio Bellote. *Manual de Direito Empresarial*. 4ª ed. rev., atual. E ampl. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2013.
- GRAU, Eros Roberto. *A ordem econômica na Constituição de 1988 (interpretação e crítica)*. 10ª ed. São Paulo: Malheiros, 2005.
- HUNT, Howard J. Sherman. *História do pensamento econômico: uma perspectiva crítica*. Tradução por José Ricardo Brandão de Azevedo e Maria José Cyhlar Monteiro. 2ª ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.
- International Organization of Securities Commissions (IOSCO). Objectives and Principles of Securities Regulation*. Disponível em: <<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD265.pdf>>. Acesso em: 12/02/2018.

- LORIA, Eli. *Companhia aberta: objeto social e operações de risco*. 2012. 210 f. Tese de Doutorado em Direito Comercial. USP, Faculdade de Direito, São Paulo.
- MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. *As recentes alterações com respeito à competência para emissão de debêntures*. In: Rodrigo Pironti Aguirre Castro. (Org.). *Direito empresarial e outros estudos de Direito em homenagem ao professor José Alexandre Tavares Guerreiro*. 1ed. São Paulo: Quartier Latin, v., pp. 537-562, 2013.
- NEWLANDS JR, Carlos Arthur. *Sistema financeiro e bancário: teoria e questões*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011.
- PIRES, Adriano *et al.* *O 11 de Setembro do setor elétrico*. Economia & Negócios. Portal do Estado de São Paulo. Disponível em: <<http://economia.estadao.com.br/noticias/geral,o-11-de-setembro-do-setor-eletrico-imp-932073>>. Acesso em: 02/04/2018.
- PROENÇA, José Marcelo Martins. *“Insider Trading”: Regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais*. São Paulo: QuartierLatin, 2005.
- OIOLI, Erik Frederico. *A superação do modelo de concentração acionária no Brasil: o regime jurídico das companhias de capital disperso na lei das sociedades anônimas*. 2015. 415 f. Tese de Doutorado em Direito Comercial. USP, Faculdade de Direito, São Paulo.
- SALOMÃO FILHO, Calixto. *Regulação da Atividade Econômica (princípios e fundamentos jurídicos)*. 2ª ed. São Paulo: Malheiros, 2008.
- SALOMÃO NETO, Eduardo. *Direito Bancário*. 2ª ed. São Paulo: Atlas, 2014.
- SICARD, Germain. *Auxorigins des sociétés anonymes. Les moulins de Toulouse au moyenage*. Paris: Librairie Armand Colin, 1953.
- SILVA, José Afonso da. *Curso de direito constitucional positivo*. 34ª ed, rev. e atual. São Paulo: Malheiros, 2011.

- SZTAJN, Rachel. Regulação e o mercado de valores mobiliários. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Malheiros, n. 135, 2004.
- VIVANTE, Cesare. *Instituzioni di diritto commerciale*. 32ª ed. Milão: Hoepli, 1926.
- Voto integral do Diretor Henrique Machado no Processo Administrativo Sancionador nº 19957.005977/2016-18. Disponível em: <<https://www.jota.info/wp-content/uploads/2018/03/voto-spoofing-henrique-machado.pdf>>. Acesso em: 10/05/2018.
- ZORZO, Fernando dos Santos *et al.* Primeira condenação por spoofing no Brasil. *Capital Aberto*. Disponível em: <<https://capitalaberto.com.br/canais/pinheiro-neto/primeira-condenacao-por-spoofing-no-brasil/#.WvR9i6QvzIU>>. Acesso em: 10/05/2018.