

# A Juridicidade da Revisão das Decisões Sancionatórias da CVM pelo CRSFN: uma nova reflexão

Renata Maccacchero Vicer\*

*Introdução. 1 Características das entidades reguladoras e sua conexão com o Poder Executivo Central. 2 A atividade regulatória da CVM e o exercício de sua função sancionadora. 3 A revisão das decisões sancionatórias da CVM pelo CRSFN. 3.1 O caso Eletrobrás. 4 Equilíbrio sistêmico: efeitos da revisão das decisões da CVM por órgão externo e a alteração promovida pela Lei 13.506/2017. Conclusão.*

## Resumo

Resumo: Este artigo tem por objetivo analisar a juridicidade da revisão das decisões punitivas aplicadas pela CVM, pelo Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (CRSFN). Para tanto, analisa as características das agências reguladoras e das atividades por elas exercidas, notadamente a Comissão de Valores Mobiliários e os limites de atuação do Poder Executivo Central em relação aos atos praticados por ela. Ao longo do seu desenvolvimento, o texto procura trazer argumentos para demonstrar que a revisão das decisões punitivas aplicadas pela CVM é incompatível com o desenho institucional traçado para essa instituição, e evidenciar essa incompatibilidade por meio de um caso concreto julgado pelo CRSFN em grau de recurso – o caso Eletrobrás – e da alteração legislativa promovida pela Lei 13.506/2017, que buscou dar mais efetividade às decisões punitivas da CVM.

**Palavras-chave:** Regulação. Agências Reguladoras. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (CRSFN). Lei 13.506/2017.

---

\* Advogada, mestranda em Direito da Regulação pela FGV Direito Rio, pós-graduada em Direito Empresarial pelo IBMEC.

## *The judiciality of appeals to the National Appellate Council for the Financial System against punitive decisions applied by the Securities Exchange Commission of Brazil (CVM): a new look at*

### *Abstract*

**Summary:** *The present paper analyzes the judiciality of appeals to the National Appellate Council for the Financial System against punitive decisions applied by the Securities Exchange Commission of Brazil (CVM), considering the role of the regulatory agencies and their respective activities, especially that of CVM and the limits of the Executive Power insofar as the acts practice by CVM. Arguments are presented that demonstrate how appeals against CVM punitive decisions are incompatible with the institutional design of this agency, and evidence is provided regarding such incompatibility with a case study as judged by CRSFN – the case of Electrobrás – and the legislative change enacted by Law 13.506/2017, which gave more enforcement to the punitive decisions of CVM.*

**Keywords:** *Regulation. Regulatory Agencies. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (CRSFN). Lei 13.506/2017.*

## **Introdução**

Nos termos da Lei nº 6.385/1976, cabe à Comissão de Valores Mobiliários (CVM) disciplinar, fiscalizar e aplicar penalidades no âmbito do mercado de valores mobiliários. Com a edição da Medida Provisória nº 8/2001, posteriormente convertida na Lei nº 10.411/2002, a CVM foi alçada a condição de entidade autárquica de regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, com personalidade jurídica e patrimônio próprios, mandato fixo dos dirigentes e ausência de subordinação hierárquica<sup>1</sup>.

Entidades autárquicas de regime especial são:

dotadas de considerável autonomia frente à Administração centralizada, incumbidas do exercício de função regulatória e dirigidas por colegiado cujos membros são nomeados por prazo determinado pelo Presidente da República, após prévia aprovação pelo Senado Federal, vedada a exoneração *ad nutum* (ARAGÃO, 2005, p. 275).

A mesma Lei nº 6.385/1976, que estabelece que a CVM é uma entidade autárquica de regime especial, em seu artigo 11, § 4º, determina que as sanções impostas pela CVM poderão ser objeto de recurso para o Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (CRSFN). O CRSFN é um órgão que integra a estrutura do Poder Executivo Central, no âmbito do Ministério da Fazenda.

A possibilidade de revisão das decisões sancionatórias do colegiado da CVM parece esvaziar o arcabouço institucional traçado pelo ordenamento jurídico para as agências reguladoras, pois tem potencial de tornar inócua, por exemplo, a vedação de exoneração *ad nutum* dos seus dirigentes.

---

<sup>1</sup> Art. 1º: “Os arts. 5º, 6º, 16 e 18 da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, passam a vigorar com a seguinte redação: 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”.

Este artigo tem por objetivo analisar a juridicidade<sup>2</sup> da revisão, pelo CRSFN, das decisões sancionatórias proferidas pela CVM.

Para tanto, será desenvolvido em cinco partes: na primeira parte, será descrito o arcabouço jurídico criado para as agências reguladoras, procurando-se estabelecer os limites de atuação do Poder Executivo Central em relação aos atos praticados por esses entes, na qualidade de órgãos vinculados, sujeitos à sua supervisão.

Na segunda parte, serão examinadas as atividades regulatórias exercidas pela CVM, por meio do mandato legal conferido pela Lei nº 6.385/1976, notadamente quanto ao exercício da sua função sancionatória, e será feita uma breve descrição sobre as normas atinentes aos Processos Administrativos Sancionadores conduzidos por essa autarquia.

Na terceira parte, será feita uma abordagem sobre a possibilidade de revisão das decisões que aplicam penalidades, pelo CRSFN, para situar essa previsão legal, de revisão das decisões da CVM, no âmbito do desenho institucional idealizado para as agências reguladoras quanto ao exercício de suas funções de forma neutra; ao final desse tópico, será trazido à baila um caso julgado em 2017 pelo CRSFN, que reverteu penalidade aplicada pela CVM a um ente controlado pela União, o “Caso Eletrobrás”.

Por fim, a quarta e última parte tratará de demonstrar os efeitos que a revisão de decisões da CVM por um órgão externo pode ter na eficácia de suas decisões, notadamente pela morosidade ocasionada em razão da existência de uma instância recursal externa e pela capacidade técnica reduzida do CRSFN, se comparada à especialização detida pela CVM para atuar no âmbito do mercado de valores mobiliários e serão apontados alguns efeitos da alteração promovida na Lei nº 6.385/76 pela Lei nº 13.506/2017, quanto à ampliação do poder sancionador da CVM e da efetividade de suas decisões.

Ao final, a conclusão indicará que a revisão das decisões sancionatórias da CVM, por órgão externo, integrante da estrutura do Ministério da Fazenda, é incompatível com o desenho institucional traçado para as agências reguladoras.

## I Características das entidades reguladoras e sua conexão com o Poder Executivo Central

As agências reguladoras brasileiras foram criadas sob a forma de **autarquias de regime especial**. Conforme ensina o professor GUERRA, “essas novas autarquias surgiram a partir da eleição do Presidente Fernando Henrique Cardoso, em 1995, quando houve uma intensificação nas privatizações (...)” (GUERRA, 2015, p. 79).

As autarquias não são uma novidade em nosso regime jurídico. Estão previstas no Decreto-Lei nº 200/67<sup>3</sup> como serviço autônomo, criado por lei, com personalidade jurídica, patrimônio e receita

---

<sup>2</sup> “O princípio da juridicidade, como já o denominava Adolf Merkl, em 1972, engloba, assim, três expressões distintas: o princípio da legalidade, o da legitimidade e o da moralidade, para alterar-se com o mais importante dos princípios instrumentais, informando, entre muitas teorias de primacial relevância na dogmática jurídica, a das relações jurídicas, a das nulidades e a do controle da juridicidade. O princípio da juridicidade corresponde ao que se enunciava como um princípio da legalidade, se tomado em sentido amplo, ou seja, não se restringindo à mera submissão à lei, como produto das fontes legislativas, mas de reverência a toda ordem jurídica” (MOREIRA NETO, 2009, p. 85).

<sup>3</sup> “Cogita-se que essa norma constituiu um marco na tentativa de superação da rigidez burocrática brasileira, podendo, até mesmo, ser considerada como um primeiro momento da Administração Gerencial no Brasil” (GUERRA, 2015, p. 78).

próprios, para exercer atividades típicas da Administração Pública, que requeiram, para o seu melhor funcionamento, gestão administrativa e financeira descentralizada.

Porém, a partir da reforma administrativa do Estado acima mencionada, as autarquias de regime especial foram introduzidas no ordenamento jurídico pátrio e diferem das autarquias regidas pelo Decreto-Lei nº 200/1967 em razão de terem sido criadas com uma estrutura que possibilita o exercício de suas atividades com neutralidade e isolamento em relação à arena político-partidária.

De acordo com o regime jurídico dessas entidades, é vedada a “exoneração *ad nutum* dos seus dirigentes (autonomia orgânica)” e não há “ingerência hierárquica da Administração Central (dos Ministros de Estado ou do próprio Presidente da República), sobre seus atos decisórios (autonomia funcional), sendo incabível, por exemplo, o chamado “recurso hierárquico impróprio”<sup>4</sup>, pelo qual o Ministro ou outro agente ou órgão da Administração Direta podem revogar ou anular as decisões das autarquias a ele vinculadas” (ARAGÃO, 2005, p. 264).

Fala-se que as autarquias de regime especial possuem autonomia reforçada. De acordo com Binenbojm, a autonomia reforçada consiste em: i) independência política dos dirigentes, que implica a impossibilidade de exoneração *ad nutum* pelo Presidente; ii) independência técnica decisória; iii) independência normativa; e iv) independência gerencial, orçamentária e financeira ampliada (BINENBOJM, 2006, p. 251-252).

Para Marques Neto,

as funções das agências se caracterizam muito mais como típicas de Estado do que típicas da Administração. E esta diferença estará respaldada exatamente no *regime especial* que a lei conferir a estas autarquias, uma vez que a atribuição específica de poderes que transcendem às comensais funções administrativas poderá ser feita por lei ordinária.

O exercício das funções normativas ou quase judiciais são exemplos de funções exercidas pelas agências, que não podem ser entendidas como típicas da Administração (MARQUES NETO, 2005, p. 57).

Por meio das **autarquias especiais**, abandona-se um modelo de Administração centralizada e hierarquizada (“piramidal”), sob o comando do Presidente da República, e parte-se para um modelo de Administração em rede, como consequência da delegação legislativa aos órgãos da burocracia estatal, nomeadamente, as agências reguladoras, as quais exercem funções típicas de Estado<sup>5</sup>.

---

4 Nas palavras de Celso Antônio Bandeira de Mello, “os recursos administrativos são propostos na intimidade de uma mesma pessoa jurídica; por isso são chamados recursos hierárquicos. Se, todavia, a lei prever que da decisão de uma pessoa jurídica, cabe recurso para autoridade encartada em outra pessoa jurídica, o recurso será, em tal caso, denominado de recurso hierárquico impróprio” (BANDEIRA DE MELLO, 2002, p. 129).

5 “(...) o Estado regulatório ou intervencionista passou a editar, de maneira não sincronizada em termos lógico-formais, materiais e temporais, sucessivas normas de comportamento, normas de organização e normas programáticas. Interseccionando-se continuamente, essas normas concebidas a partir de objetivos específicos, circunstâncias distintas e interesses conflitantes, acabaram gerando inúmeros microsistemas e diversas cadeias normativas no âmbito do ordenamento jurídico, cada uma delas com seus princípios e lógicas interpretativas. Por causa dessas consequências, a tradicional concepção do direito como um sistema basicamente fechado, unitário, hierarquizado, axiomatizado, completo, sem lacunas ou antinomias foi sendo progressivamente substituída por um direito organizado sob a forma de rede, dado o número crescente desses microsistemas e dessas cadeias normativas, com suas inter-relações basilares procurando capturar toda a complexidade da realidade socioeconômica” (FARIA, 2004, p. 127-128).

Pode-se dizer que a atividade regulatória possui um duplo pilar: (1) autoridade, que decorre de sua independência frente ao Poder Executivo Central; e (2) busca do equilíbrio regulatório<sup>6</sup>.

Por meio do que acima chamou-se de “autoridade”, cabe às agências, no exercício de sua atividade regulatória, normatizar as atividades dos entes regulados, permitir ou não o exercício da atividade regulada, exercer constantemente o seu poder de fiscalização e monitoramento, acompanhando permanentemente a atuação dos entes regulados, conferir se as suas condutas são conformes e sancionar condutas consideradas irregulares, através do seu poder de coerção.

As leis que tratam das agências reguladoras são de iniciativa privativa do Chefe do Poder Executivo, na forma do art. 61 § 1º, II, “e”, da Constituição. Nenhuma agência reguladora pode ser criada, modificada ou extinta sem a sua iniciativa. Da mesma forma, por serem autarquias, estão sujeitas ao mandamento constitucional do art. 37, inciso XIX, e sua criação, modificação ou extinção somente poderá se dar mediante lei específica.

As agências reguladoras, na qualidade de entes descentralizados da administração pública, de um lado, detêm a capacidade de autoadministração, que lhes confere o direito de exercer, com independência, o serviço que lhes foi outorgado por lei, podendo opor esse direito até mesmo à pessoa política que as instituiu. De outro lado, o dever de desempenhar esse serviço, o que as coloca sob fiscalização do Poder Público (DI PIETRO, 2008, p. 460).

Odete Medaur observa que “se a tutela administrativa contrapõe-se à independência conferida por lei aos entes públicos descentralizados, somente um texto de lei poderá determinar o seu exercício” (*apud*, DI PIETRO, 2008, p. 460).

Tutela pode ser definida como a fiscalização que os órgãos centrais das pessoas públicas políticas (União, Estados e Municípios) exercem sobre as pessoas administrativas descentralizadas, nos limites definidos em lei, para garantir a observância da legalidade e o cumprimento das suas finalidades institucionais (DI PIETRO, 2008, p. 460).

No âmbito da legislação infraconstitucional, usa-se a expressão “supervisão ministerial”. A supervisão ministerial, nos termos do art. 20, parágrafo único, do Decreto-Lei nº 200/1967, será exercida através da orientação, coordenação e controle das atividades dos órgãos subordinados ou vinculados ao ministério.

No caso dos entes descentralizados, existe apenas a vinculação, para fins de controle, usualmente em relação ao ministério ao qual as atividades do ente descentralizado se relacionam.

Nos termos do art. 26 do Decreto-Lei nº 200/1967, no que se refere à Administração Indireta, a supervisão ministerial visará assegurar, essencialmente: (i) a realização dos objetivos fixados nos atos de constituição da entidade; (ii) a harmonia com a política e a programação do Governo no setor de atuação da entidade; (iii) a eficiência administrativa; e (iv) a autonomia administrativa, operacional e financeira da entidade.

Nada indica, pelos dispositivos citados acima e pela sistemática estabelecida no Decreto-Lei nº 200/1967, que, no exercício da supervisão ministerial, as decisões técnicas dos entes reguladores, emitidas no âmbito de sua função regulatória, possam ser revistas ou substituídas por decisões de Ministros ou do Chefe do Poder Executivo. Objetivamente falando, o Decreto-Lei nº 200/1967 não inclui os recursos hierárquicos impróprios entre os mecanismos de supervisão ministerial por ele disciplinados.

---

6 “A ação estatal passa a depender do equilíbrio entre os interesses privados (competição, respeito aos direitos dos usuários, admissão da exploração lucrativa de atividade econômica) com as metas e objetivos de interesse público (universalização, redução de desigualdades, modicidade de preços e tarifas, maiores investimentos, etc)” (MARQUES NETO, 2005, p. 34).

Aragão, em artigo sobre a legalidade e constitucionalidade do Parecer nº AC – 051, originário do Parecer AGU nº AGU/MS 04/2006<sup>7</sup>, conclui que o recurso hierárquico impróprio não pode ser genericamente extraído da supervisão ministerial ou, muito menos, do regime presidencialista, sendo imprescindível a sua previsão legal expressa e específica (ARAGÃO, [200-] década provável, p. 261).

Nessa linha, o exercício da supervisão ministerial serve tão somente para evitar os abusos e excessos praticados pelas agências reguladoras quando agirem em desacordo com as políticas públicas estabelecidas pelo Poder Executivo Central<sup>8</sup>.

Assim, os atos praticados pelas agências não são passíveis de revisão ou anulação por órgãos da Administração Central, aos quais os órgãos reguladores são institucionalmente vinculados.

## 2 A atividade regulatória da CVM e o exercício de sua função sancionadora

Conforme disposições contidas na Lei nº 6.385/1976, a atividade exercida pela CVM alcança as funções regulatórias típicas, ou seja, as funções normativa, adjudicatória<sup>9</sup>, de fiscalização, sancionadora, conciliatória<sup>10</sup> e de recomendação<sup>11</sup>.

O art. 1º da Lei nº 6.385/1976 elenca as atividades que serão disciplinadas (normatizadas) e fiscalizadas pela CVM: i) a emissão e distribuição de valores mobiliários no mercado (inciso I); ii) a negociação e intermediação no mercado de valores mobiliários (inciso II); iii) a negociação

7 Parecer nº AC – 051, originário do Parecer AGU nº AGU/MS 04/2006, aprovado pelo Exmo. Sr. Advogado-Geral da União e pelo Exmo. Sr. Presidente da República, conforme publicação constante da p. 1 da seção I do DOU, de 19 de junho de 2006. O parecer-normativo sustenta a possibilidade de intervenção ministerial (mediante recurso hierárquico impróprio ou revisão *ex officio*) sobre as agências reguladoras sempre que estas violarem as políticas públicas fixadas pelo Executivo Central, uma vez que estariam, assim procedendo, excedendo as suas competências constitucionais.

8 A atividade das agências reguladoras deve ser condicionada “i) pelos princípios e objetivos previstos na lei que a criou; ii) pelos princípios gerais que regem a Administração pública e em especial a atividade regulatória; iii) pelas políticas públicas estabelecidas direta ou indiretamente (via reflexa) para o setor” (MARQUES NETO, 2005, p. 73).

9 Art. 16. “Depende de prévia autorização da Comissão de Valores Mobiliários o exercício das seguintes atividades: I – distribuição de emissão no mercado (Art. 15, I); II – compra de valores mobiliários para revende-los por conta própria (Art. 15, II); III – mediação ou corretagem de operações com valores mobiliários; e IV- compensação e liquidação de operações com valores mobiliários”.

10 O art. 9º, § 5º, prevê a possibilidade de celebração de Termo de Compromisso, o qual tem por finalidade impedir o prosseguimento do inquérito ou procedimento administrativo para apurar infrações.

11 “Embora isso possa variar de setor para setor, as agências reúnem os seguintes poderes: i) **poder normativo**, consistente em editar comandos gerais para o setor regulado (complementando os comandos legais crescentemente abertos e indefinidos); ii) **poder de outorga**, consistente na prerrogativa de emissão, em consonância com as políticas públicas aplicáveis ao setor, de atos concretos de licenças, autorizações, injunções, com vistas a franquear ou interditar o exercício de uma atividade regulada a um particular; iii) **poder de fiscalização** do setor, a qual se revela tanto pelo monitoramento das atividades reguladas (de modo a manter-se permanentemente informada sobre as condições econômicas, técnicas e de mercado do setor), quanto na aferição das condutas dos regulados de modo a impedir o descumprimento de regras ou objetivos regulatórios; iv) **poder sancionatório**, consistente tanto na aplicação de advertências, multas ou mesmo cassações de licenças, como também na prerrogativa de obrigar o particular a reparar um consumidor ou corrigir os efeitos de uma conduta lesiva a algum valor ou interesse tutelado pelo regulador; v) **poderes de conciliação**, que se traduzem na capacidade de, dentro do setor, conciliar ou mediar interesses de operadores regulados, consumidores isolados ou em grupos de interesses homogêneos, ou ainda interesses de agentes econômicos que se relacionam com o setor regulado (malgrado não explorem diretamente a atividade sujeita à regulação setorial) no âmbito da cadeia econômica; e, por fim, vi) **poderes de recomendação**, consistentes na prerrogativa, muitas vezes prevista na lei que cria a agência, de o regulador subsidiar, orientar ou informar o poder político, recomendando medidas ou decisões a serem editadas no âmbito das políticas públicas.” (MARQUES NETO, 2005, p. 60-61)

e intermediação no mercado de derivativos (inciso III); iv) a organização, o funcionamento e as operações das Bolsas de Valores (inciso IV); v) a organização, o funcionamento e as operações das Bolsas de Mercadorias e Futuros (inciso V); vi) a administração de carteiras e a custódia de valores mobiliários (inciso VI); vii) a auditoria das companhias abertas (inciso VII); viii) os serviços de consultor e analista de valores mobiliários (inciso VIII).

No artigo 8º, são estabelecidas competências normativa, de fiscalização e de monitoramento, quando estabelece que compete à CVM: i) regulamentar, com observância da política definida pelo Conselho Monetário Nacional, as matérias expressamente previstas nesta lei e na lei de sociedades por ações (inciso I – competência normativa); ii) fiscalizar permanentemente as atividades e os serviços do mercado de valores mobiliários, de que trata o art. 1º, bem como a veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele participem, e aos valores nele negociados (inciso III – atividade de fiscalização); iii) fiscalizar e inspecionar as companhias abertas, dando prioridade às que não apresentem lucro em balanço ou as que deixem de pagar o dividendo mínimo obrigatório (inciso V – atividade de fiscalização).

O art. 9º<sup>12</sup>, além de abarcar atividades de fiscalização e monitoramento em seus incisos I, II, III e IV, prevê o exercício de atividade “quase judicial”, consubstanciada nas prerrogativas de apuração, mediante processo administrativo, de atos ilegais e práticas não equitativas de administradores, membros do conselho fiscal e acionistas de companhias abertas, dos intermediários e demais participantes do mercado (inciso V) e de aplicação de penalidades aos autores de infração (inciso VI). Os dispositivos acima não encerram as competências regulatórias previstas na Lei, mas são um bom exemplo dos poderes conferidos à CVM.

Finalmente, o art. 11 estabelece as penalidades que poderão ser aplicadas pela CVM, cuja possibilidade de revisão pelo CRSFN é o foco do presente trabalho.

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:[...]

Para Trindade, “além de autônomo, o poder sancionador da CVM tem grande amplitude, mercê das disposições legais que o delimitam. (...) A amplitude da norma se dá tanto no aspecto subjetivo quanto no objetivo”. No aspecto subjetivo, porque pela letra do art. 11, a CVM pode sancionar toda e qualquer pessoa que descumpra normas da Lei nº 6.385/76, da Lei nº 6.404/76 ou normas expedidas pela própria CVM. Quanto ao aspecto objetivo, a violação de qualquer dos normativos anteriormente citados pode ensejar a aplicação de sanções (TRINDADE, 2017, p. 491).

<sup>12</sup> Art. 9º- “A Comissão de Valores Mobiliários, observado o disposto no § 2º do art. 15, poderá:

I - 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;

(...)

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;

(...)

IV - determinar às companhias abertas que republiquem, com correções ou aditamentos, demonstrações financeiras, relatórios ou informações divulgadas;

(...)”

Daí a importância, como ensina Binenbojm, de se “reconduzir essa atividade repressiva”, referindo-se ao poder punitivo da Administração Pública, “à lógica garantística da constituição”, da qual se extrai um sistema de princípios e regras voltados a proteção dos administrados contra o exercício arbitrário do *jus puniendi* estatal (BINENBOJM, 2017, p. 99).

No âmbito do poder sancionador da CVM, o poder punitivo da Administração Pública, como uma das expressões do exercício do poder de polícia<sup>13</sup>, assume feição de regulação econômica, por estar inserto no plexo de poderes conferidos a essa entidade para a regulação do mercado de capitais.

O *jus puniendi* da Administração Pública, notadamente aquele praticado pela CVM, é exercido por meio de Processo Administrativo Sancionador (PAS),

que constitui a modalidade de processo administrativo mediante o qual a administração pública, obedecendo sempre ao postulado do devido processo legal, aplica as penalidades administrativas às pessoas que praticam atos qualificados em lei ou regulamento como ilícitos administrativos. (EIZIRIK *et al.*, 2008, p.290)

O PAS na CVM, além de observar as disposições da Lei nº 9.784/1999, que estabelece os princípios orientadores do processo administrativo na Administração Pública Federal, observa o rito específico previsto na Deliberação CVM nº 538/2008<sup>14</sup>, com as alterações introduzidas pelas deliberações CVM nº 552/2008 e 775/2017<sup>15</sup>.

O rito procedimental estabelecido pelo normativo anteriormente referido, além de garantir aos acusados o contraditório e a ampla defesa<sup>16</sup>, prevê a existência de duas fases: a primeira de investigação e a segunda de contraditório, que se inicia com a intimação dos acusados.

Assim, de acordo com a Deliberação CVM nº 538/2008, previamente à instauração do processo administrativo, os indícios de atos ilegais praticados no mercado de valores mobiliários são apurados por meio de inquéritos administrativos, onde é dado ao acusado a oportunidade de esclarecimento dos fatos. Havendo elementos suficientes quanto à autoria e materialidade, é elaborado um termo de acusação, sendo considerado instaurado o processo administrativo após a intimação dos acusados, para a apresentação de defesa.

<sup>13</sup> “Com efeito, o poder de polícia apresenta-se na atualidade como uma ordenação social e econômica que tem por objetivo conformar a liberdade e a propriedade, por meio de prescrições ou induções, impostas pelo Estado ou por entes não estatais, destinadas a promover o desfrute dos direitos fundamentais e o alcance de outros objetivos de interesse da coletividade, definidos pela via da deliberação democrática, de acordo com as possibilidades e os limites estabelecidos na Constituição. Cuida-se, assim, de um conjunto de regulações sobre a atividade privada, desvinculadas ou complementares a relações especiais de sujeição (estatutárias ou contratuais), dotadas ou não de força coercitiva, conforme o caso, que erigem um sistema de incentivos voltados à promoção de comportamentos socialmente desejáveis e ao desestímulo de comportamentos indesejáveis, de acordo com objetivos político-jurídicos predeterminados. Tem-se aqui o campo do chamado **direito administrativo ordenador**” (BINENBOJM, 2017, p. 69).

<sup>14</sup> Encontra-se em audiência pública nova regra sobre a atuação sancionadora da CVM. Disponível em: [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br). Acesso em: 13 jul. 2018.

<sup>15</sup> “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>16</sup> Art. 5º, LV, da CF: “Aos litigantes, em processo judicial ou administrativo, e aos acusados em geral são assegurados o contraditório e a ampla defesa, com os meios e recursos a ela inerentes”.



Antes da intimação, é necessário que a Procuradoria Federal Especializada, que atua junto à CVM, tenha se manifestado, mediante parecer, sobre a observância das formalidades no termo de acusação.

Após a apresentação da defesa, é sorteado um Diretor, que funcionará como Relator. No decorrer do processo, poderá haver a produção de provas pelo acusado e a determinação da realização de diligências. O processo é julgado pelo Colegiado, em sessão pública. Percebe-se assim que há uma separação entre juiz e acusação<sup>17</sup>.

Além disso, percebe-se que a CVM, por meio de seus pareceres de orientação, de audiências públicas e dos seus julgados (precedentes), procura disseminar a sua visão, na qualidade de ente regulador, antes de se utilizar do processo administrativo sancionador como mecanismo de indução de comportamentos.

Após essa breve descrição sobre o procedimento, podemos inferir que os processos administrativos sancionadores da CVM sujeitam-se ao devido processo legal<sup>18</sup>, reunindo condições para ser a última instância decisória, em sede administrativa, restando preservada a **processualidade**, como mais um traço característico da CVM como agência reguladora<sup>19</sup>.

### 3 A revisão das decisões sancionatórias da CVM pelo CRSFN

Porém, conforme disposto no artigo II, § 4º, da Lei nº 6.385/1976, as sanções impostas pela CVM poderão ser objeto de recurso para o CRSFN.

O Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (CRSFN), também conhecido como “Conselhinho”, criado pelo Decreto nº 91.152/1985, é um órgão integrante da estrutura do Ministério da Fazenda e tem por finalidade o julgamento administrativo, em segunda e última instância, dos recursos interpostos contra as decisões punitivas aplicadas pelos órgãos reguladores do sistema financeiro e do mercado de capitais. Cabe notar que, por meio do mencionado recurso, as sanções aplicadas pela CVM podem ser agravadas, atenuadas ou invalidadas pelo CRSFN.

Trata-se de órgão de deliberação colegiada, com competência exclusiva para atuar como instância recursal no âmbito do sistema financeiro e do mercado de capitais.

Nos termos do Decreto nº 8.652/2016, que dispõe sobre o CRSFN e dá outras providências, os seus integrantes são indicados pela CVM, Banco Central do Brasil, Ministério da Fazenda e por entidades representativas dos mercados financeiro e de capitais, todos designados pelo Ministro da Fazenda.

Note-se que a sua composição é paritária e, de acordo com o seu regimento interno, aprovado pela Portaria MF nº 68, de 26.02.2016, terá oito membros, sendo dois indicados pelo Ministério da Fazenda, um indicado pelo Bacen, um indicado pela CVM e quatro indicados por representantes

---

<sup>17</sup> “Essa autonomia foi confirmada pela separação entre órgão interno da CVM que formula as acusações, sempre necessariamente um superintendente ou uma comissão de inquérito, e aquele que julga e impõe a sanção, o Colegiado, que não examina o saco anteriormente, como ocorre desde 2003.” (TRINDADE, 2017. p. 489)

<sup>18</sup> “A análise histórica das garantias do ‘devido processo legal’ demonstra que elas nasceram e foram cunhadas para o processo penal, onde se fazia sentir com mais urgência a preocupação com os direitos do acusado. Mas, a partir do art. 39 da Magna Carta de 1212, um longo caminho evolutivo levou, primeiro, ao reconhecimento da aplicabilidade das garantias ao processo civil e, posteriormente, ao processo administrativo punitivo.” (GRINOVER, p. 9)

<sup>19</sup> “A **quarta característica** é a **processualidade**, que deve caracterizar a atividade das agências. O manejo da ampla gama de poderes que detêm as agências obriga que, no seu exercício, estejam elas adstritas ao devido processo legal na sua acepação mais ampla (devido processo legal substantivo).” (MARQUES NETO, 2005.p. 66)

de instituições privadas. Cabe, porém, ao Presidente do CRSFN, que é indicado pelo Ministério da Fazenda, o voto de qualidade.

A CVM, o Banco Central do Brasil e o Ministério da Fazenda deverão fornecer apoio técnico e administrativo necessário ao seu funcionamento. Note-se que toda a sua estrutura, administração e composição estão previstas em Decreto do Presidente da República e em Portaria do Ministério da Fazenda e não em lei<sup>20</sup>.

Trata-se, pois, de órgão integrante da estrutura do Ministério da Fazenda, diretamente sujeito à hierarquia do Poder Executivo Central, sem qualquer independência política ou administrativa<sup>21</sup>.

Uma questão que se coloca é se a possibilidade de revisão dos atos sancionatórios aplicados pela CVM, por órgão integrante da estrutura do Ministério da Fazenda, retiraria de pronto a sua característica de agência reguladora autônoma.

De fato, isso lhe retira uma parcela de independência relativamente ao Poder Executivo Central, uma vez que compromete a sua autonomia decisória, faltando-lhe, em determinada medida, a independência funcional, conforme anteriormente definida.

Porém, alguns dados podem corroborar o entendimento de que a possibilidade de revisão das decisões punitivas da CVM por órgão externo não compromete a sua caracterização como agência reguladora autônoma.

De acordo com pesquisa realizada entre 2004 a 2009, apenas 27% dos casos julgados pela CVM foram revistos pelo CRSFN, ou seja, a contrário senso, 73% das decisões proferidas pelo Colegiado da CVM prevaleceram, sem que tenham sido objeto de recurso. Relativamente a casos de *insider trading*, em pesquisa realizada no período de 2003 a 2015, verificou-se que a CVM julgou quarenta e sete casos no total, enquanto o CRSFN julgou vinte e seis casos em grau de recurso. Do total desses vinte e seis julgados, o CRSFN manteve a decisão da CVM em dezenove deles, reformando a sua decisão em quatro julgados e em três casos houve a manutenção das penalidades para alguns indiciados e reforma para outros (PRADO; RACHMAN; e VILELA, 2016. p. 62-63).

Os dados acima evidenciam que os julgamentos da CVM costumam prevalecer, seja por meio da manutenção da maioria de suas decisões, seja pelo fato de apenas 27% dessas decisões serem objeto de recurso.

Além disso, se comparados com o número de PAS sobre *insider trading*, nos anos de 2012, 2013 e 2014, há mais Termos de Compromisso<sup>22</sup> do que processos sancionadores julgados. De fato, em 2012, houve o julgamento de quatro PAS e a celebração de cinco Termos de Compromisso; já em 2013, foram três processos sancionadores julgados e quatro termos de compromisso celebrados. Dessa forma, pode-se afirmar que uma parcela relevante da autoridade da CVM continua preservada, ao menos no que tange à solução consensual de conflitos que poderiam resultar em aplicação de penalidades (PRADO, Viviane Muller; RACHMAN, Nora; VILELA, Renato, 2016. p. 69-70).

---

<sup>20</sup> O Decreto nº 8.652/2016, que revogou o Decreto nº 1.935/1996, assim como a Portaria MF nº 68/2016, parecem ter buscado, entre outros objetivos, endereçar recomendações do Tribunal de Contas da União, por meio do Acórdão número 359/2013 – Plenário (Relator Valmir Campelo), no sentido de que o Ministério da Fazenda e o Banco Central do Brasil disponibilizem “recursos técnicos, humanos e materiais necessários ao funcionamento da secretaria executiva do CRSFN.”

<sup>21</sup> Para o propósito do parágrafo sob referência, definimos independência política como a estabilidade dos dirigentes prevista em lei e a independência administrativa pela autonomia de gestão, autonomia financeira, liberdade para a organização dos serviços e regime de pessoal compatível apresentada pelo órgão.

<sup>22</sup> A celebração de TC com a CVM impede o prosseguimento na apuração das condutas ilícitas no âmbito administrativo e, em contrapartida, o regulado obriga-se a cessar a prática investigada e apontada como irregular, bem como a corrigir as eventuais irregularidades, inclusive com indenização dos prejuízos.

Assim, a CVM conserva todas as características de uma agência reguladora autônoma, porquanto a sua independência funcional só é atingida no que tange a uma parcela de seu poder de coerção, restando intactas todas as demais atividades caracteristicamente exercidas por esse ente, conforme descrito anteriormente (normativa, fiscalizatória, de adjudicação e sancionatória).

Essas são razões para que se discorde do entendimento esposado por Aragão, de que o reforço da autonomia da CVM por meio da edição da Medida Provisória nº 8/2001, posteriormente convertida na Lei nº 10.411/2002, não foi suficiente para transformá-la em agência reguladora autônoma<sup>23</sup>.

Entende-se que, por todos os poderes que a CVM exerce perante o mercado de capitais e seus agentes, essa autarquia se situa no âmbito do que se convencionou chamar de administração em rede (GUERRA, 2012, p. 107), em que pese a sua independência funcional seja minorada pela possibilidade de revisão de parte de suas decisões sancionatórias pelo CRSFN.

### 3.1 O Caso Eletrobrás

Em 26 de maio de 2016, no âmbito do processo administrativo sancionador CVM nº RJ2013/6635, a CVM, por meio do seu Colegiado, decidiu, por unanimidade, aplicar à União Federal pena de multa pecuniária no valor de quinhentos mil reais, por votar pela renovação das concessões de distribuição e transmissão de energia elétrica de companhias controladas pela Eletrobrás.

No entender da CVM, a União, ao exercer o seu direito de voto, teria violado disposição legal que trata do impedimento de voto por conflito de interesse, prevista no art. 115, §1º, da Lei nº 6.404/1976<sup>24</sup>.

Naquela ocasião, a União votou favoravelmente à renovação de contratos de concessão de geração e transmissão de energia elétrica celebrados entre ela própria, enquanto poder concedente, de um lado, e sociedades controladas da Eletrobrás, enquanto concessionárias, de outro. Quase a totalidade dos votos favoráveis foi proferida pela União, pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) e pela BNDES Participações S.A. (BNDESPAR). Praticamente todos os acionistas minoritários presentes foram contrários à renovação dos contratos<sup>25</sup>.

A renovação de tais contratos foi feita ao amparo da Medida Provisória nº 579, de 2012, posteriormente alterada pela Medida Provisória nº 591, também de 2012, e finalmente convertida na Lei nº 12.783, de 2013 (MP 579). A MP 579 modificou a forma de cálculo do valor da indenização devida pela União, além de prever uma série de medidas para diminuir o custo da energia elétrica no país.

O escopo da acusação ficou delimitado à alegação de conflito de interesse, em razão de o voto favorável à renovação das concessões implicar renúncia das concessionárias da Eletrobrás a qualquer direito preexistente à MP 579, notadamente em relação à forma de apurar a indenização devida pela União.

---

<sup>23</sup> “A sua autonomia funcional continua comprometida pelo fato de contra as suas decisões sancionatórias permanecer cabível recurso administrativo externo para o CRSFN.” (ARAGÃO, 2005, p. 304)

<sup>24</sup> “Art. 115. O acionista deve exercer o direito a voto no interesse da companhia; considerar-se-á abusivo o voto exercido com o fim de causar dano à companhia ou a outros acionistas, ou de obter, para si ou para outrem, vantagem a que não faz jus e de que resulte, ou possa resultar, prejuízo para a companhia ou para outros acionistas. § 1º. O acionista não poderá votar nas deliberações da assembleia-geral relativas ao laudo de avaliação de bens com que concorrer para a formação do capital social e à aprovação de suas contas como administrador, nem em quaisquer outras que puderem beneficiá-lo de modo particular, ou em que tiver interesse conflitante com o da companhia.”

<sup>25</sup> BRASIL, Comissão de Valores Mobiliários. Decisão do Colegiado. Processo CVM nº RJ 2013/6635. Rio de Janeiro, 26 de maio de 2015. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2015/20150526\\_PAS\\_RJ20136635.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2015/20150526_PAS_RJ20136635.pdf)>. Acesso em 4 abr. 2018.

Em 24 de agosto de 2015, a União Federal apresentou recurso voluntário ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, em face da Decisão do Colegiado da CVM que lhe imputou multa de quinhentos mil reais, no âmbito do processo administrativo acima referido.

Em 29 de junho de 2017, na contramão da tendência de seus julgados, conforme acima demonstrado, de confirmação das decisões proferidas pela CVM, o CRSFN acatou o recurso interposto pela União e decidiu, mediante voto de qualidade<sup>26</sup>, reverter a decisão do colegiado da CVM quanto à imposição da multa, “tendo em vista a total improcedência da acusação”<sup>27</sup>.

Conforme se discorreu acima, as agências reguladoras são órgãos de Estado<sup>28</sup>, que enfeixam uma série de poderes e, para bem exercê-los, a lei lhes concede diversos instrumentos, tais como estabilidade de seus dirigentes, quadro técnico especializado e gestão administrativa e financeira descentralizada.

Disso decorre a necessária neutralidade no âmbito de sua atuação e, por essa razão, mesmo em face dos seus órgãos centrais, esses entes podem impor o seu comando com a devida imparcialidade (GUERRA, 2012, p. III). É o caso da CVM.

Já o CRSFN, em que pese o poder que lhe foi conferido quanto à revisão, em grau de recursos, das penalidades aplicadas pela CVM (função quase judicial), parece não possuir os correspondentes instrumentos para o exercício dessa prerrogativa (estabilidade dos dirigentes e autonomia administrativa). A ausência desses instrumentos enfraquece a capacidade do exercício de sua função de forma neutra.

Nessa toada, a decisão que reverteu a multa aplicada à União Federal, pessoa política pública a quem o CRSFN está diretamente subordinado, levanta dúvidas quanto ao atendimento do princípio da impessoalidade. Não se pode deixar de notar, ainda, que o julgamento foi proferido com voto de qualidade do Presidente, que é membro indicado pelo Ministério da Fazenda, não tendo prevalecido, no caso concreto, a organização paritária do órgão.

O mesmo não ocorre em relação à decisão da CVM, em razão de sua sobredita autonomia em relação a Administração central. Um é órgão de Estado, o outro (CRSFN) é órgão da Administração.

#### **4 Equilíbrio sistêmico: efeitos da revisão das decisões da CVM por órgão externo e a alteração promovida pela Lei nº 13.506/2017**

O mercado de valores mobiliários tem como fundamento econômico principal a capitalização das companhias abertas, por meio da captação de poupança.

No mercado de valores mobiliários, o setor produtivo arrecada poupança diretamente dos poupadores. A principal função desse mercado é transformar poupança em investimento, transferindo de forma permanente, ou ao menos duradoura, recursos para o setor produtivo da economia; por isso desempenha papel fundamental no processo de desenvolvimento econômico (DIAS, 2005, p. 40).

---

<sup>26</sup> “Art. 20. O CRSFN deliberará quando presentes três quartos de seus membros, e as deliberações serão tomadas por maioria simples, cabendo ao presidente da sessão também o voto de qualidade.” (Regimento Interno do CRSFN - Portaria MF nº 68/2016)

<sup>27</sup> BRASIL, Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. Decisão do Colegiado. Recurso nº 14.306 (Processo nº 10372.000246/2016-82). Distrito Federal, 29 jun 2017. Disponível em: <[file:///D:/Users/RBMV/Downloads/Recurso%2014.306%20\(1\).pdf](file:///D:/Users/RBMV/Downloads/Recurso%2014.306%20(1).pdf)> Acesso em 25 jan. 2018.

<sup>28</sup> “Essencial é ter em vista que as agências exercem função de Estado.” (MARQUES NETO, 2005, p. 55)

Entre os objetivos da regulação do mercado de valores mobiliários, estão a proteção aos investidores, a eficiência do mercado, a criação e manutenção de instituições confiáveis e competitivas, evitar a concentração de poder econômico e impedir a criação de situações de conflito de interesse (EIZIRIK *et al.*, 2008, p. 20). Para muitos, a regulação está diretamente ligada ao bom funcionamento do mercado de valores mobiliários.

O nível de proteção legal concedido aos investidores pelo sistema legal a que se submetem e a capacidade de aplicação e execução das regras (*enforcement*) podem explicar um maior ou menor desenvolvimento do mercado financeiro e de capitais. Em países cuja proteção legal dos investidores é deficiente, os mercados de dívida e de *equity* são significativamente menos desenvolvidos (LA PORTA *et al.*, 1998, p. 1152).

Entende-se que a capacitação técnica do órgão regulador é parte fundamental desse arcabouço legal, pois funciona como um elemento de proteção do investidor e do setor regulado. Isso porque, quanto maior a *expertise* do regulador, menores são as chances de assimetria de informação em relação ao regulado e menor será a capacidade do regulado de utilizar em seu favor o seu maior conhecimento sobre o setor. Além disso, a *expertise* proporciona uma maior eficiência em relação às decisões tomadas (MARQUES NETO, 2005, p. 62).

É exatamente a especificidade e a especialidade, que traduzimos acima como capacidade técnica, que fazem com que os setores devam contar com um órgão regulador próprio.

No caso da CVM, a capacitação técnica decorre da existência de um quadro permanente de servidores, ingressados na carreira por concurso público e dotados de todas as garantias inerentes à carreira de servidor público (seguem o regime estatutário), com capacidade específica e acúmulo de experiência no setor regulado, como também por meio do recrutamento dos seus dirigentes, que devem possuir “reconhecida competência em matéria de mercado de capitais”<sup>29</sup>.

Porém, o mesmo não se pode dizer em relação ao CRSFN, no que tange a especificidade e a especialidade.

De acordo com pesquisa realizada entre o período de 2004 até 2008, constatou-se que os processos julgados pelo CRSFN originários da CVM representaram um número bastante reduzido se comparados àqueles originários do Bacen, atingindo o seu pico no ano de 2008, quando representaram apenas 33% dos julgados do CRSFN (PRADO *et al.* 2014, p.113).

Além disso, a composição do CRSFN não é exclusivamente de especialistas em mercado de capitais, uma vez que o espectro de sua competência é mais amplo, envolvendo matérias do Sistema Financeiro Nacional de forma mais abrangente<sup>30</sup>.

Para Prado *et al.*, autores da pesquisa acima citada, a competência alargada do CRSFN, que julga sobre ilícitos tanto do mercado financeiro quanto do mercado de valores mobiliários, abre discussão relativa a “conveniência de decisões originárias de um órgão colegiado e extremamente especializado por outro órgão cuja competência é bastante mais ampla e com volume de trabalho maior na área, sendo que, como demonstrado acima, os processos originários da CVM representam volume muito menor se comparados com os provenientes do Bacen”(PRADO *et al.*, 2014, p.115).

De acordo com a mesma pesquisa, analisando-se período entre 2004 e 2010, verificou-se que os recursos levam em média 2 a 3 anos e meio para serem julgados pelo CRSFN, havendo sido

---

<sup>29</sup> “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.”

<sup>30</sup> Além do Bacen e da CVM, as decisões proferidas pela Carteira de Comércio Exterior do Banco do Brasil S.A. (Cacex) e pelo Conselho de Controle de Atividades Financeiras (Coaf).

constatada, ainda, uma variação muito grande no tempo mínimo e no tempo máximo de decisão do CRSFN (PRADO *et al.*, 2014, p.129-130).

A demora no julgamento em sede administrativa, provocada pela existência de instância recursal externa, afeta o efeito pedagógico requerido nas sanções aplicadas pelo Poder Público<sup>31</sup>.

É preciso notar, porém, que a alteração promovida pela Lei nº 13.506/2017, no artigo 11 da Lei nº 6.385/1976, no sentido de agravar as penalidades anteriormente previstas, assim como a previsão da exclusão do efeito suspensivo automático<sup>32</sup> para as penalidades consideradas graves, trouxeram uma outra perspectiva relativamente à eficácia das decisões sancionatórias aplicadas pela CVM.

Em relação às seguintes penalidades, foi excluído o efeito suspensivo automático: (i) 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 (inciso IV); (ii) suspensão de autorização ou registro para o exercício das atividades de que trata a Lei do Mercado de Capitais (inciso V); (iii) inabilitação temporária para o exercício das atividades de que trata a Lei do Mercado de Capitais (inciso VI); (iv) proibição temporária de praticar determinadas atividades ou operações para os integrantes do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou de registro na CVM (inciso VI); e (v) proibição temporária de atuar, direta ou indiretamente, em uma ou mais modalidades de operação no mercado de valores mobiliários (inciso VIII). Como dito, são as penalidades mais graves previstas na Lei nº 6.385/1976 que podem ser objeto de execução provisória.

Pode-se dizer, assim, que a alteração promovida pela Lei nº 13.506/2017 ampliou o poder sancionador da CVM, na medida em que, além de prever o agravamento das penalidades que podem ser aplicadas<sup>33</sup>, possibilita o seu cumprimento imediato, anteriormente à sua revisão ou confirmação pelo CRSFN. Dessa forma, entende-se que a alteração legislativa em questão foi na linha de dar mais efetividade às sanções aplicadas pela CVM.

De outra parte, a execução provisória de penalidades como a interdição do exercício de atividade profissional, com possibilidade de que posteriormente seja reformada, vulnera o princípio da presunção de inocência, uma vez que produz efeitos imediatos e de difícil reversão. Nesse sentido, o lapso temporal dos julgamentos do CRSFN, conforme acima apontado, que é extenso, exacerba a situação de cumprimento provisório da penalidade administrativa, tornando, muitas vezes, impossível a reversão dos efeitos da decisão reformada ou anulada e o retorno da situação do acusado ao *status quo ante*<sup>34</sup>.

Talvez o legislador, nessa última alteração da Lei nº 6.385/1976, tenha perdido a oportunidade de restringir a atuação do CRSFN apenas à revisão dos processos sancionadores provenientes do

<sup>31</sup> “Assim, o objetivo da composição das figuras infracionais e da correlata penalização é intimidar eventuais infratores, para que não pratiquem os comportamentos proibidos ou para induzir os administrados a atuarem na conformidade da regra que lhes demanda comportamento positivo. Logo, quando uma sanção é aplicada, o que se pretende com isto é tanto despertar em quem a sofreu um estímulo para que não reincida, quanto cumprir uma função exemplar para a sociedade.” (BANDEIRA DE MELLO, 2002)

<sup>32</sup> “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 de decisão, nos termos de regulamentação editada pela Comissão de Valores Mobiliários.”

<sup>33</sup> Outra alteração trazida pela norma é o aumento do valor máximo de multa que a CVM poderá aplicar em processos administrativos sancionadores, que passou de R\$500 mil para R\$50 milhões.

<sup>34</sup> “Verifica-se hoje uma tendência de sujeição do exercício das competências administrativas de punir às balizas que norteiam a aplicação do direito penal. (...) Assim, o regime jurídico aplicável ao poder punitivo da administração deve encontrar fundamento e limite na sistemática constitucional, de maneira semelhante àquela estabelecida no direito penal.” (BINENBOJM, 2017, p. 99-100)

mercado financeiro, passando as decisões da CVM a serem definitivas na esfera administrativa, a fim de eliminar as distorções acima citadas.

## Conclusão

O poder punitivo da CVM se situa no plexo de poderes conferidos a essa entidade, na qualidade de agência reguladora responsável pela regulação do mercado de valores mobiliários, sendo que a CVM possui os correspondentes instrumentos (estabilidade dos dirigentes e autonomia administrativa) para exercer esses poderes de forma neutra.

A neutralidade das decisões das agências é a garantia de que os seus atos serão praticados sem qualquer interferência externa, seja por parte da Administração Central, dos entes regulados ou dos consumidores, priorizando-se decisões de conteúdo técnico, elaboradas por *experts*.

Em outro giro, o CRSFN, em que pese o poder que lhe foi conferido quanto à revisão, em grau de recursos, das penalidades aplicadas pela CVM (função quase judicial), parece não possuir os correspondentes instrumentos para o exercício dessa prerrogativa. A ausência desses instrumentos enfraquece a capacidade do exercício de sua função de forma neutra.

Trata-se de órgão integrante da estrutura do Ministério da Fazenda, diretamente sujeito à hierarquia do Poder Executivo Central, sem qualquer independência política ou administrativa.

A decisão que reverteu a multa aplicada à União Federal, pessoa política pública a quem o CRSFN está diretamente subordinado, levanta dúvidas quanto ao atendimento do princípio da impessoalidade. O mesmo não ocorre em relação à decisão da CVM, em razão de sua sobredita autonomia em relação à Administração Central. Um é órgão de Estado, o outro (CRSFN) é órgão da Administração.

Nessa linha, pode-se afirmar que a previsão legal de revisão das penalidades aplicadas pela CVM, por órgão externo, integrante da estrutura do Ministério da Fazenda (CRSFN), não é compatível com o modelo idealizado para as agências reguladoras, de afastamento da clássica estrutura hierárquica dos Ministérios e da direta influência da política do Governo.

Além disso, conforme se tentou demonstrar, a revisão das decisões por órgão externo implica perda de eficiência, em razão da enfraquecida capacidade técnica, se comparada à CVM (órgão especializado em mercado de capitais) e do extenso lapso temporal até a decisão final. A alteração promovida pela Lei nº 13.506/2017 foi na linha de conferir mais poderes à CVM, ao agravar as penalidades que podem ser aplicadas e atribuir efeito meramente devolutivo aos recursos que tenham por objeto penalidades consideradas mais graves. Porém, em outra via, restou vulnerado o princípio da presunção de inocência, garantido constitucionalmente nos termos do art. 5º, LVII, da Constituição da República Federativa do Brasil.

Ainda que a discussão sobre a inadequação do CRSFN ao sistema não seja uma novidade (ROSA, 2014; e EIZIRIK, 2006), entende-se que o “Caso Eletrobrás” e as alterações promovidas pela Lei nº 13.506/2017 trouxeram novos elementos para que a atuação do CRSFN seja reavaliada, notadamente em relação a sua abrangência. Nessa linha, tal atuação deveria se restringir tão somente às decisões emitidas nos processos sancionadores provenientes do mercado financeiro, passando as decisões da CVM a serem definitivas na esfera administrativa.

## Referências Bibliográficas

- ARAGÃO, Alexandre. **Agências Reguladoras e a Evolução do Direito Administrativo Econômico**. Rio de Janeiro: Forense, 2005;
- \_\_\_\_\_. Legitimidade Democrática das Agências Reguladoras. In: **Agências Reguladoras e Democracia** (Org.). Rio de Janeiro: Lumen Iuris, 2006.
- \_\_\_\_\_. Supervisão Ministerial das Agências Reguladoras: Limites, Possibilidades e o Parecer AGU nº AC – 051. In: **Revista de Direito Administrativo**. Atlas, P. 261. Disponível em: <http://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/rda/article/viewFile/42129/40820>. Acesso em 25.01.2017;
- BANDEIRA DE MELLO, Celso Antonio. **Curso de Direito Administrativo**. 14 ed. São Paulo: Malheiros, 2002.
- BINENBOJM, Gustavo. **Uma Teoria do Direito Administrativo**. Direitos Fundamentais, Democracia e Constitucionalização. Rio de Janeiro: Renovar, 2006.
- \_\_\_\_\_. **Poder de Polícia, Ordenação, Regulação, Transformações Político-Jurídicas, Econômicas e Institucionais do Direito Administrativo Ordenador**. Belo Horizonte: Forum, 2017.
- DIAS, Luciana Pires. **Regulação e Autorregulação no Mercado de Valores Mobiliários**. Dissertação (Mestrado em Direito). Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2005.
- DI PIETRO, Maria Sylvia Zanella. **Direito Administrativo**. 21 ed. São Paulo: Atlas, 2008
- EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais: regime jurídico**. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.
- EIZIRIK, Nelson. O Colegiado da CVM e o CRSFN como juízes administrativos: reflexões e revisão. In: **Revista de Direito Bancário e Mercado de Capitais**, vol 34. São Paulo: Revista dos Tribunais, out/dez, 2006.
- FARIA, José Eduardo. **O Direito na Economia Globalizada**. Malheiros, 2004.
- GRINOVER, Ada Pellegrini. **Revista de Direito Administrativo**, nº 183. Rio de Janeiro: Renovar, 1991.
- GUERRA, Sergio. Aperfeiçoando a Regulação Brasileira por Agências: quais lições podem ser extraídas do sesquicentenário modelo norte-americano? In: GUERRA, Sergio (Org.). **Teoria do Estado Regulador**. Curitiba: Juruá, 2015.
- GUERRA, Sergio. **Agências Reguladoras: da organização administrativa piramidal à governança em rede**. Belo Horizonte: Forum, 2012.
- LA PORTA, Rafael, LOPES-DE-SILANES, Florencio e SHLEIFER, Andrei e VISHNY, Robert W. Law and Finance. **The Journal of Political Economy**, Volume 106, Issue 06 (dec., 1998).
- PINHEIRO, Armando Castelar; SADDI, Jairo. **Direito, Economia e Mercados**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.



PRADO, Viviane Muller; RACHMAN, Nora; VILELA, Renato. **Insider Trading**: normas, instituições e mecanismos de combate no Brasil. São Paulo: FGV Direito SP, 2016.

PRADO, Viviane Muller; PALMA, Juliana Banacorsi; SILVA, Alexandre Pacheco da; ANDRADE, Luis Antonio de. Pesquisa Empírica sobre o CRFN: resultados e debates. In: PALMA, Juliana Banacorsi de; e PRADO, Viviane Muller (Org.). **Mercado de Capitais**: Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. Rio de Janeiro: Elsevier 2014.

MARQUES NETO, Floriano de Azevedo. **Agências Reguladoras Independentes**. Belo Horizonte: Forum, 2005.

MOREIRA NETO, Diogo de Figueiredo. **Curso de Direito Administrativo**: parte introdutória, parte geral e parte especial. 15. Ed. Rio de Janeiro: Forense, 2009.

ROSA, Maria Eduarda Fleck de. Regulação do Mercado de Capitais. In: PALMA, Juliana Banacorsi de; PRADO, Viviane Muller (coord). **Mercado de Capitais**: Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. Rio de Janeiro: Elsevier, 2014.

TRINDADE, Marcelo. Processo Sancionador na CVM: limites e possibilidades. In: VENANCIO FILHO, Alberto; LOBO, Carlos Augusto da Silveira; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna. **Lei das S.A. em Seus 40 Anos**. Rio de Janeiro: Forense, 2017.