



**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO**  
**CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS E ECONÔMICAS**  
**FACULDADE NACIONAL DE DIREITO**

**A CVM E A TUTELA DOS INVESTIDORES NO MERCADO DE  
VALORES MOBILIÁRIOS**

**GABRIEL SAVIO BARRETO**

**RIO DE JANEIRO**  
**2008**

GABRIEL SAVIO BARRETO

A CVM E A TUTELA DOS INVESTIDORES NO MERCADO DE  
VALORES MOBILIÁRIOS

Trabalho de conclusão de curso  
apresentado à Faculdade de Direito da  
Universidade Federal do Rio de Janeiro,  
como requisito parcial para obtenção do  
título de Bacharel em Direito.

**Orientador: Prof. Julio Cesar Barreto**

**RIO DE JANEIRO**

**2008**

Barreto, Gabriel Savio.

A CVM e a Tutela dos Investidores no Mercado de Valores Mobiliários/  
Gabriel Savio Barreto. – 2008.

65 f.

Orientador: Julio César Barreto.

Monografia (graduação em Direito) – Universidade Federal do Rio de Janeiro, Centro de Ciências Jurídicas e Econômicas, Faculdade de Direito.

Bibliografia: f. 60-61.

1. Mercado de Capitais - Monografias. 2. CVM e Investidores. I. Barreto, Julio Cesar. II. Universidade Federal do Rio de Janeiro. Centro de Ciências Jurídicas e Econômicas. Faculdade de Direito. III. A CVM e a Tutela dos Investidores no Mercado de Valores Mobiliários.

CDD 342.231

GABRIEL SAVIO BARRETO

**TÍTULO DO TRABALHO: A CVM E A TUTELA DOS INVESTIDORES NO MERCADO DE  
VALORES MOBILIÁRIOS**

**Trabalho de conclusão de curso  
apresentado à Faculdade de Direito da  
Universidade Federal do Rio de Janeiro,  
como requisito parcial para obtenção do  
título de Bacharel em Direito.**

**Data de aprovação: \_\_\_/\_\_\_/\_\_\_**

**Banca Examinadora:**

---

**Julio Cesar Barreto – Presidente da Banca Examinadora  
Professor da Universidade Federal do Rio de Janeiro – Orientador**

---

**2º Examinador**

---

**3º Examinador**

“Não se deve nunca esgotar de tal modo um assunto, que não deixe ao leitor nada a fazer. Não se trata de fazer ler, mas de fazer pensar”.

Montesquieu, Do espírito das leis, livro XI, capítulo XX.

## RESUMO

Barreto, G. S. A CVM e a tutela dos investidores no mercado de valores mobiliários. 2008. 65 f. Monografia (Graduação em Direito) – Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2008.

Este trabalho abrange os meios de proteção à disposição dos investidores que atuam no mercado de capitais. Para uma análise mais completa, procurou-se envolver no estudo a CVM, entidade vital para que os investidores invistam seguramente no mercado e com isso auxiliem no crescimento econômico do país. Na primeira parte, trabalha-se com a CVM, expondo suas características e funções no mercado de capitais. Na segunda parte, passa-se a traçar um raio-x dos investidores, demonstrando principalmente serem os mesmos, categorias, formadas por espécies. A terceira parte dedica-se ao estudo dos meios de proteção do investidor, relacionando-os quando possível com a CVM. Primeiramente, analisam-se os meios de proteção derivados de uma responsabilidade civil, como a ação civil individual e ação coletiva. Após isto, analisa-se o meio de proteção proveniente de uma responsabilidade administrativa, o processo administrativo sancionador. Por fim, analisa-se o meio de proteção oriundo de uma responsabilidade criminal, que é o ilícito penal e sua sanção.

Palavras-Chave: CVM; Investidores; Meios de proteção; Responsabilidade.

## **ABSTRACT**

Barreto, G. S. A CVM e a tutela dos investidores no mercado de valores mobiliários. 2008. 65 f. Monografia (Graduação em Direito) – Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2008.

This work, embraces the ways of protection available for the investors that act in the marketplace of capital. For a complete analysis, we sought to envelope into the study the CVM, entity all-important wherefore the investors invest safely in the marketplace and with that, assist the economic growth of the country. On the first part of the work will be exposed the features and functions of CVM. The second part, is to draw an x-ray of investors, showing mainly be the same as categories, formed by species. A third part is dedicated to the study of the ways that protect the investors, listing them when possible with CVM. First, to examine the means of protection derived from a civil responsibility, such as the individual civil lawsuit and the collective lawsuit. Then the work analyzes the way of protection from an administrative responsibility, the administrative process. At last, analyzes the means of protection derived from a criminal responsibility, such as criminal sanction.

Key Words: CVM; Investors; Ways of protection; Responsibility.

## SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO</b> .....	7
<b>2 A LEI 6.385 E A CVM</b> .....	10
2.1 <b>A CVM: Natureza jurídica e notícia histórica</b> .....	10
2.2 <b>Hierarquia no mercado de capitais</b> .....	13
2.3 <b>Composição</b> .....	15
2.4 <b>Finalidade</b> .....	16
2.5 <b>Funções</b> .....	17
<b>3 INVESTIDORES</b> .....	24
3.1 <b>Acionistas X Investidores, uma distinção relevante</b> .....	24
3.2 <b>Espécies</b> .....	25
<b>4 DOS MEIOS DE PROTEÇÃO AO INVESTIDOR</b> .....	29
4.1 <b>Dos meios de proteção ao investidor na seara da responsabilização civil</b> 29	
4.1.1 <u>O administrador e seus deveres</u> .....	29
4.1.2 <u>O dever de informar – Princípio do <i>full disclosure</i></u> .....	31
4.1.3 <u>A violação dupla de deveres – O fenômeno do <i>insider trading</i></u> .....	33
4.1.4 <u>A conseqüência da quebra dos deveres de informação e lealdade: Da responsabilidade civil e adequado ação</u> .....	36
4.1.5 <u>A Ação civil pública da Lei 7.913 e a defesa coletiva dos investidores</u> .....	40
4.2 <b>Do processo administrativo de competência da CVM</b> .....	43
4.2.1 <u>Ilícitos administrativos</u> .....	45
4.2.2 <u>Processo e procedimento</u> .....	46
4.2.3 <u>Sujeitos do processo administrativo</u> .....	47
4.2.4 <u>Inquérito administrativo e termo de compromisso</u> .....	47
4.2.5 <u>Procedimentos, julgamento e sanções</u> .....	49
4.3 <b>Da responsabilização Penal</b> .....	51
4.3.1 <u>O crime de manipulação do mercado</u> .....	53
4.3.2 <u>O crime de uso indevido de informações privilegiadas</u> .....	55
<b>5 CONCLUSÃO</b> .....	58



REFERÊNCIAS.....	60
------------------	----

## 1. INTRODUÇÃO

Hodiernamente, todos têm consciência do papel que as S.A.s desempenham na economia mundial. Estas, donas da tão citada essência mercantil (que se traduz na obrigatoriedade da adoção do modelo empresarial<sup>1</sup>), vem prevalecendo em termos de participação popular, sobre todas as demais formas societárias, tais como as sociedades limitadas. Isto, diga-se de passagem, nem poderia ser diferente, dentro do paradigma atual de globalização. Com o afluxo das grandes corporações, as multinacionais ou transnacionais, as companhias ganharam status de verdadeiros alicerces do sistema capitalista.

Chama atenção, a gama de valores que circulam em torno da companhia ao se compará-la face às demais espécies societárias. As sociedades anônimas demandam vultosos investimentos e alocação de recursos para sua sobrevivência e expansão, conseqüências da natureza das atividades por elas empreendidas. Como de curial saber, a maior parte das sociedades que adotam o perfil de S.A.s, são grandes sociedades, tais como as indústrias de base, do setor automotivo, além das petroquímicas dentre outras.

Para alocar os recursos demandados, as S.A.s lançam mão de diversos expedientes. Um deles, para não dizer o principal, é a emissão ou subscrição dos valores mobiliários. Outro meio de obtenção de recursos é por meio de empréstimos tomados junto a instituições financeiras.

Os principais responsáveis pelo sucesso ou insucesso das companhias na estrutura da lei das S/As seriam os acionistas. São eles que contribuem com o capital, são eles que tomam as decisões quanto ao rumo dos negócios e a realização do objeto, reunidos em assembléia geral ordinária ou extraordinária. Os acionistas, segundo importante divisão, são controladores e minoritários. Os primeiros são donos de parcela considerável de ações com direito a voto, o que lhes garante uma posição de supre-

---

<sup>1</sup> Papini, Roberto. **Sociedade Anônima e Mercado de Valores Mobiliários**. Editora Forense, Rio de Janeiro, 2004. p. 43 ; Martins, Fran. **Curso de Direito Comercial**. Editora Forense, Rio de Janeiro, 2006. p. 284 ; Campinho, Sérgio. **O direito de empresa à luz do novo código civil**. Editora Renovar, Rio de Janeiro, 2005. p. 40.

macia e dominação, na tomada de decisões. Os segundos são em sua maioria investidores, ou seja, aqueles que não se interessam muito pelo rumo do negócio, esperando apenas auferir lucro mediante os dividendos ou então negociar seus valores no mercado secundário.

A busca pelos recursos, aliada ao *animus lucrandi* das S.A.s, bem como o abuso de certos acionistas controladores, isso tudo somado, é uma combinação que ao longo do tempo pode vir a se mostrar danosa diretamente aos investidores e indiretamente ao mercado e economia. Há ocasiões em que grupos de acionistas controladores, valendo-se de informações relevantes, lesam os investidores (é o caso de *insider trading*) ou então, manipulam preços induzindo investidores à compra de valores que não gozam de boa cotação no mercado.

No passado, a atuação das S.A.s, bem como o próprio mercado de capitais não eram regulados. As S.A.s agiam livremente no mercado de capitais, sem disciplina, com total liberdade. Isso provocou um incremento em práticas não-equitativas e em operações fraudulentas, que acabavam por gerar prejuízos aos acionistas de boa-fé. Assim, tornou-se necessária a criação de uma entidade, cujos escopos fossem basicamente a regulação e a fiscalização das S.A.s e do mercado de capitais, combatendo os ilícitos derivados da liberdade excessiva (outrora não vigiada com perfeição), resguardando assim a ordem do mercado. Uma entidade que inclusive aplicasse sanções a atos ilícitos. Foi imbuído deste espírito, e com base no direito comparado, que o legislador criou a CVM (Comissão de valores mobiliários), através do diploma legal 6.385/76, diploma este que foi promulgado quase que concomitante à atual lei das S.A.s, 6.404/76.

Com o surgimento da CVM, as sociedades anônimas e o mercado de capitais passaram a ter sobre si a sombra de um controle e de uma disciplina impostos por aquela e os agentes perpetradores de ilícitos no mercado, por sua vez, não mais agirão livremente, sem vigilância alguma.

Este trabalho não se limitará apenas ao estudo da Comissão de Valores Mobiliários. É certo que a mesma será tratada e sobre ela serão tecidos diversos comentários no início deste estudo (máxime por sua relevância), porém, neste trabalho também serão abordados todos os meios de proteção que o investidor encontra a sua disposição no ordenamento jurídico, de forma que a segurança para investir no mercado de valo-

res mobiliários se torne uma realidade. Dentre estes meios de proteção, destaca-se desde já a abordagem feita em capítulos como o que trata da ação coletiva em defesa dos interesses do investidor, o que trata do processo administrativo sancionador e o que trata dos crimes no mercado de capitais.

Os objetivos perseguidos por este trabalho são os seguintes:

1 – Uma análise necessária da CVM, o ente regulador do mercado de capitais e do investidor, seu objeto de tutela.

2 - Averiguação dos meios de proteção postos à disposição do investidor e seus lineamentos.

3 - A resposta à seguinte indagação: seriam suficientes e eficientes os mecanismos de proteção ao investidor que o ordenamento lhe oferece?

## 2. A LEI 6.385 E A CVM

Neste capítulo abordaremos o tema CVM isoladamente, tratando desde já de estabelecer noções básicas a fim de que se atinja a noção da extrema relevância que esta entidade tem para o mercado. De fato, em um país como o nosso, com a economia em ebulição e os negócios no mercado de capitais se concretizando em escala de progressão geométrica, já não se crê como seria possível a ordem e a segurança sem a CVM. Por óbvio que se valerá com freqüência da lei 6.385/76, sendo esta a instituidora da CVM.

### 2.1 A CVM: Natureza jurídica e notícia histórica

A comissão de valores mobiliários, como já explicitado, se originou da lei 6.385 de 1976, como uma tentativa do legislador de ordenar o mercado de capitais ou de valores mobiliários mediante fiscalização a ser exercida por aquela. A sobredita lei trata logo de definir a CVM em seu artigo quinto, dispositivo este, que por sua relevância merece ser posto em epígrafe. Ei-lo:

**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.

Como se pode perceber e realmente o artigo em comento é de clareza cristalina, a CVM é dotada de independência salutar, que transcende até mesmo outras autarquias em regime especial. As autarquias que na escala dos entes da administração descentralizada, ocupam o topo em matéria de autonomia, possuem autonomia financeira e orçamentária como realçado no dispositivo em epígrafe.

No caso da CVM, com o título de autarquia em regime especial, não será exagero em atribuí-la *status* de agência reguladora (reguladora do mercado de capitais), porquanto a mesma possui características bem próprias das agências, tais como a ausên-

cia de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes. Como muito bem exposto por Modesto Carvalhosa e Nelson Eizirik que comungam do mesmo entendimento:

É inequívoco que a CVM, desde sua criação, em 1976, constitui uma agência reguladora, pois foi dotada, pela lei 6385/76, dos poderes de normatizar o mercado de valores mobiliários, de fiscalizá-lo permanentemente e de aplicar sanções administrativas aos infratores<sup>2</sup>.

Como corolário da qualificação autarquia, importante lembrar que por isso, a personalidade jurídica da CVM é de direito público.

Pois bem, estabelecida a sua natureza jurídica, qual seja, autarquia em regime especial, cumpre assinalarmos que a instituição de uma entidade nos moldes da CVM, não tem origem brasileira. O legislador pátrio ao criar a CVM, se espelhou em entidades existentes em outros ordenamentos. A CVM foi criada sob inspiração do direito comparado, principalmente do americano.

Narra Rubens Requião em seu curso que:

os Estados Unidos, país em que a liberdade privada constitui um dogma moral e político, foram os primeiros a policiar o mercado financeiro e de capitais, sobretudo no que se refere aos negócios efetuados com ações das *corporations*. Ao instituir, por Lei de 1934, a *Securities and Exchange Commission* (SEC), a agência do governo criado por Roosevelt, após a grande depressão de 1929 a 1933, devido ao *crash* da Bolsa de Nova York, para a fiscalização e saneamento do mercado de capitais, os norte-americanos deram aos demais países um exemplo de que a plena liberdade do mercado leva, pelo excesso de arbítrio do capitalismo, a situações insuportáveis de abusos e de opressões aos direitos e interesses individuais, que o Estado tem por obrigação coibir<sup>3</sup>.

Mais tarde, diversos países europeus, inspirados pelo modelo americano criaram as suas entidades fiscalizadoras e porque não dizer protetoras do mercado. Assim, como se pode ver, o Brasil apenas acompanhou e com uma certa dose de atraso (mais de 40 anos depois dos EUA, o que pode ser explicado pelo lento desenvolvimento do mercado brasileiro) a evolução dos demais países.

A preocupação com a disciplina e a fiscalização do mercado é algo tão antigo, que o comercialista italiano Vivante, em sua quase centenária obra assim já doutrinava:

<sup>2</sup> Carvalhosa, Modesto e Eizirik, Nelson. **A nova lei das S/A**. Editora Saraiva, São Paulo, 2002. p. 441.

<sup>3</sup> Requião, Rubens. **Curso de Direito Comercial**. Editora Saraiva, São Paulo, 2006. p. 21.

Os sócios, que na maioria dos casos se acham distantes e dispersos, dificilmente se reúnem para tutelar os seus interesses; não se importam de examinar os balanços e de vigiar a obra dos administradores, quer pela sua ignorância, quer pelo pouco interesse que tomam na gerência social. Por estes motivos têm eles sido muitas vezes vítimas de administrações ávidas ou ineptas; têm deixado dilapidar capitais enormes sem darem por tal; dado indiretamente causa a crises gravíssimas, que se repercutem em todo o crédito nacional. Para evitar estes desastres, de que todos os países da Europa tem tido uma triste e freqüente experiência, os legisladores têm modificado por várias vezes as leis que respeitam às sociedades anônimas, e nelas têm introduzido normas preventivas e minuciosas destinadas a facilitar a vigilância dos sócios e dos credores da sociedade, e a impedir as fraudes dos administradores<sup>4</sup>.

Antes da criação da CVM, o mercado de capitais nacional era resguardado pelo Banco Central. Isto, mais tarde, mostrou-se um inconveniente devido ao acúmulo de funções que o BACEN possuía na época. Os inconvenientes, entre eles exploração especulativa dos negócios bolsistas com sensíveis prejuízos a poupança e por sucedâneo a economia nacional, culminaram por afugentar os investidores do mercado de capitais. Esse incômodo fato fez com que os legisladores enfim adotassem o modelo americano de fiscalização do mercado, criando a Comissão de Valores Mobiliários em 1976.

Ocorre que, como bem salientado pelo comercialista Fábio Ulhoa Coelho: “o paralelo entre a CVM e a SEC, deve ser feito com cautela, em razão da diferença entre o sistema constitucional estadunidense, pautado pela *common law* e o sistema constitucional brasileiro, pautado pelo sistema romano-germânico<sup>5</sup>”. De fato, as *independent regulatory commissions*, classificação na qual se insere a SEC, não se encontram vinculadas hierarquicamente ao Poder executivo, algo diametralmente oposto da CVM, que apesar da independência e autonomia características, encontra-se subordinada ao Poder executivo, leia-se ministério da fazenda. Denota-se daí, que o legislador, inspirado no modelo alienígena, o adaptou ao ordenamento pátrio.

## 2.2 Hierarquia no mercado de capitais

<sup>4</sup> Vivante, Cesare. **Instituições de direito comercial**. Editora Minelli, São Paulo, 2007. p. 109.

<sup>5</sup> Ulhoa Coelho, Fábio. **Curso de Direito Comercial**. Editora Saraiva, São Paulo, 2006. p. 72.

Importante, para fins didáticos, estabelecer uma hierarquia no que tange às entidades que gravitam em torno do mercado financeiro *lato sensu* (mercado que envolve o financeiro *stricto sensu* e o de capitais), entidades estas, componentes do Sistema Financeiro Nacional. Esta hierarquia, bom que se diga, é de cunho meramente regulatório, não intervencionista, pois como vimos, a CVM é independente e possui liberdade plena de agir inclusive, como adiante será levantado, para instalação de processos administrativos.

Antes disto, é sempre bom lembrar, seguindo os ensinamentos de Nelson Eizirik, que: “a estrutura do mercado financeiro *lato sensu* passou do modelo bipartido da lei 4.728/65 para o modelo tripartido da lei 6.385/76, com clara distinção entre os objetos, de um lado, do mercado financeiro *stricto sensu* e, de outro, do mercado de capitais<sup>6</sup>”. Com o surgimento da lei 6.385 e as posteriores alterações, a tendência clara é a separação entre mercado de valores mobiliários (fiscalização a cargo da CVM) e financeiro (fiscalização a cargo do Bacen).

No topo da pirâmide que envolve os integrantes do Sistema Financeiro Nacional encontra-se o CMN (Conselho Monetário Nacional). Este conselho ocupa lugar de destaque dentro da estrutura do SFN, pelas funções às quais está incumbido, entre elas, expedir resoluções, atos normativos com força vinculante, de cumprimento obrigatório pelos entes do conselho, incluindo a CVM e o Bacen. Os membros do Conselho Monetário Nacional são: o Ministro da Fazenda, na qualidade de Presidente, o Ministro do Planejamento, assim como o Presidente do Bacen. Sua secretaria executiva é exercida pelo Bacen.

A competência do CMN é estabelecida pelo artigo 3º da Lei 6.385/76, *in verbis*:

Art. 3º Compete ao Conselho Monetário Nacional:

I – definir a política a ser observada na organização e no funcionamento do mercado de valores mobiliários;

II – regular a utilização de crédito neste mercado;

III – fixar a orientação geral a ser observada pela Comissão de Valores Mobiliários no exercício de suas atribuições;

<sup>6</sup> Eizirik, Nelson, Ariadna B. Gaal, Flávia Parente e Marcus de Freitas Henriques. **Mercado de Capitais – Regime Jurídico**. Editora Renovar, Rio de Janeiro, 2008. p. 242.



IV – definir as atividades da Comissão de Valores Mobiliários que devem ser exercidas em coordenação com o Banco Central do Brasil;

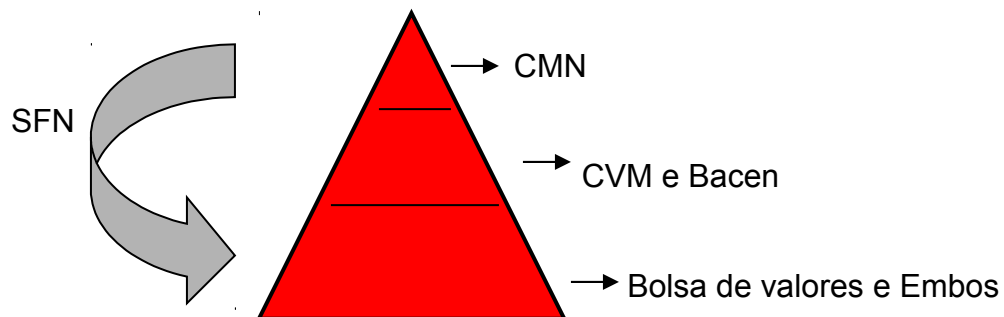
V – aprovar o quadro e o regulamento de pessoal da Comissão de Valores Mobiliários, bem como fixar a retribuição do presidente, diretores, ocupantes de funções de confiança e demais servidores.

**Parágrafo único.** Ressalvado o disposto nesta lei, a fiscalização do mercado financeiro e de capitais, continuará a ser exercida, nos termos da legislação em vigor, pelo Banco Central do Brasil.

Deste dispositivo legal, extraem-se pontos como a posição do CMN, entidade de cúpula, responsável pela orientação, regramento e assessoramento da CVM, ainda mais tendo-se em vista os incisos III e V. De outro lado, vemos o Bacen, como ente colocado no mesmo plano hierárquico que a CVM, trabalhando em conjunto, seja através de disposições do CMN, ou então agindo no vazio da lei, de acordo com o parágrafo único.

Por fim, ocupando a base da pirâmide, nós temos as entidades do mercado de balcão organizado (Embos) e as bolsas de valores, ou de mercadorias e futuros, sociedades estas responsáveis por toda a sistemática de operações de compra e venda de títulos e valores mobiliários (mercado secundário), tais como as ações, debêntures, bônus de subscrição e *commercial papers*.

Assim ficaria a pirâmide composta das entidades que gravitam em torno do mercado de capitais, classificadas segundo a hierarquia dentro de um sistema regulatório:



## 2.3 Composição

Deflui de sua natureza autárquica e de sua personalidade jurídica de direito público que a CVM terá em seus quadros profissionais concursados e estatutários, máxime no artigo 37 da carta magna.

Quanto aos cargos de cúpula, de diretoria vejamos o que a lei dispõe:

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.

Observe-se que o processo de nomeação dos dirigentes da CVM segue as regras comuns das autarquias federais e agências reguladoras. Os dirigentes são escolhidos dentre profissionais conhecedores e técnicos na matéria. Nem poderia ser diferente em virtude da relevância das atribuições atinentes ao cargo.

Frise-se que o mandato dos dirigentes da CVM é de 5 anos, sendo vedada a recondução. Aqui, como nas agências reguladoras vigora o mandato fixo de modo que não é simples a destituição, exoneração dos dirigentes. Assevera Nelson Eizirik, que: “Esse modelo de composição do Colegiado segue aquele das demais agências reguladoras brasileiras, de forma a atribuir maior independência e estabilidade às entidades, visando a evitar possíveis interferências do Poder Executivo e do setor econômico regulado.”<sup>7</sup>

Sendo tantos os pontos de contato entre a autarquia federal CVM e as agências reguladoras, crê-se que o princípio da quarentena poderia ter sido adotado, aliás o ideal seria que tivesse o sido, mas infelizmente o Presidente da República optou por vetar o artigo que o previa. Pelo princípio da quarentena o diretor ou presidente da CVM ficaria impedido de exercer cargos de administração em quaisquer das empresas reguladas pela mesma por um determinado tempo. Isso em virtude das informações privilegiadas que teve acesso durante a sua permanência no respectivo cargo, seja ele de diretor ou presidente da CVM.

E para fundamentar com precisão esta crítica, tome-se o depoimento de dois ilustres comercialistas:

Com efeito, considera-se que um dos principais mecanismos para a efetivação da independência é constituído pelo impedimento de recrutamento, por parte

---

<sup>7</sup> Nelson Eizirik, Ariadna B. Gaal, Flávia Parente e Marcus de Freitas Henriques. Op. Cit. p. 243.

dos regulados, de quadros dirigentes do órgão regulador. Tal recrutamento pode ensejar situações indesejáveis, como: o ex-regulador, convertido em empregado ou assessor do regulado, leva consigo informações sigilosas; a sociedade perde a confiança no regulador, pressupondo que a atividade regulatória desenvolve-se em clima de perigosa promiscuidade<sup>8</sup>.

## 2.4 Finalidade

Outro ponto inicial, importante para o trabalho é a noção dos fins da CVM. É certo que à CVM cabe a fiscalização de todas as entidades e agentes que circundam o mercado de valores mobiliários e é justamente esta fiscalização que protege e proporciona o sentimento de segurança por parte dos investidores. Esta proteção que torna o mercado um lugar mais seguro quanto à potencial prática de ilícitos, seria o grande fim da CVM, a verdadeira *ratio legis* de sua existência. Mas acontece que para se chegar nesta finalidade partiu-se da análise de todas as demais estabelecidas na lei 6.385/76. Senão vejamos:

**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.

---

<sup>8</sup> Carvalho, Modesto e Eizirik, Nelson. Op. Cit. p. 444.

**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 eqüitativas no mercado de valores mobiliários;

**VIII** – assegurar a observância no mercado, das condições de utilização de crédito fixadas pelo Conselho Monetário Nacional.

Como se infere da simples leitura do extenso artigo quarto da lei 6.385, todos os fins da CVM terminam por desaguar em um só, o sobredito fim de guardião, fiel protetor dos investidores contra a perpetuação de abusos e fraudes.

## 2.5 Funções

Após noções básicas, como as traçadas até o presente momento, atinge-se um momento de crucial importância no estudo da CVM isoladamente que é a noção de suas funções, que nada mais são que as atribuições fixadas pela lei 6.385 para que a entidade cumpra seus fins.

Antes de adentrar-se na análise das funções da CVM, torna-se cabível afirmar que a doutrina irá sempre apresentar pontos de contato quanto a este tema. Há doutrinadores como Tavares Borba para o qual as funções seriam: a fiscalizadora, a regulamentar, a registrária, a consultiva e a de fomento<sup>9</sup>. Por outro lado, para Fábio Ulhoa Coelho, a função da CVM (por ele denominada competência) se projetaria em apenas três âmbitos: regulamentar, autorizante e fiscalizador<sup>10</sup>. Por fim, em seu livro, Nelson Eizirik, Ariadna B. Gaal, Flávia Parente e Marcus de Freitas Henriques só tratam das funções normativa e fiscalizadora<sup>11</sup>.

Trate-se das funções unânimes, quais sejam: a função regulamentar ou normativa, a autorizante ou registrária e a mais importante para esta monografia, a fiscalizado-

<sup>9</sup> Tavares Borba, José Edwaldo. **Direito Societário**. Editora Renovar, Rio de Janeiro, 2007. p. 173.

<sup>10</sup> Ulhoa Coelho, Fábio. Op. cit. p. 72.

<sup>11</sup> Eizirik, Nelson, Ariadna B. Gaal, Flávia Parente e Marcus de Freitas Henriques. Op. cit. págs. 248 e 257.

ra. As demais funções, tratadas pelo jurista Tavares Borba são acessórias e serão objeto de breves comentários.

Importante então, trazer à lume então, o artigo 8º da lei 6.385, pois através dele extraem-se as principais funções da CVM:

**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;

**II** – administrar os registros instituídos por esta lei;

**III** – 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 participam, e aos valores nele negociados;

**IV** – propor ao Conselho Monetário Nacional a eventual fixação de limites máximos de preço, comissões, emolumentos e quaisquer outras vantagens cobradas pelos intermediários do mercado;

**V** – fiscalizar e inspecionar as companhias abertas, dada prioridade às que não apresentem lucro em balanço ou às que deixem de pagar o dividendo mínimo obrigatório.

Ficam bem claras as competências regulamentar (inciso primeiro), registrária (inciso segundo) e fiscalizadora (incisos terceiro e quinto).

A competência regulamentar seria em linhas gerais, a atribuição que a CVM tem de dispor mediante normas próprias, as instruções normativas, acerca de tudo que envolva o funcionamento do mercado de capitais, bem como as S.A.s quando tratadas em conjunto. Desta forma, ao longo de todos estes anos, desde a sua criação em 1976, a CVM já baixou mais de 400 instruções normativas.

A respeito da função normativa ou regulamentar da CVM, lembra Fábio Ulhoa Coelho que:

neste íterim, no que tange ao mercado de capitais, já foram baixadas instruções por exemplo acerca dos registros de interesse do mercado de capitais(Inst. n. 202, 265, 287 e 308).Foram criadas instruções também, definindo práticas irregulares de administradores de companhias abertas e investidores(Inst. n. 8, 18 e 131)<sup>12</sup>.

---

<sup>12</sup> Ulhoa Coelho, Fábio. Op. cit. p. 73.

Outrossim ressaltado pelo comercialista supracitado: “cabe à CVM baixar normas, no que diz respeito especificamente às S.A.s, entre outras coisas, sobre: a natureza e periodicidade da divulgação de informações (Inst. n. 42 e 379) e informações sobre a compra e venda ou permuta de ações por administradores e controladores (Inst. n. 358)”<sup>13</sup>.

Será buscado o auxílio das instruções neste trabalho, por serem estas como se vê, os instrumentos pelos quais a CVM cumpre sua atribuição regulamentadora do mercado.

Antes de encerrar os comentários acerca da função normativa da CVM, é de grande valia estabelecer noções sobre o que se entende a respeito da regulação do mercado e o poder de polícia. O primeiro deles, corolário da função normativa da CVM, pode ser conceituado da seguinte forma:

A regulação do mercado de capitais, como de qualquer mercado, consiste na atividade do Estado (por meio da agência reguladora específica, a CVM) no sentido de editar normas de conduta para os participantes, bem como no sentido de fiscalizar o seu cumprimento<sup>14</sup>.

A regulação, ínsita às demais agências reguladoras (ANP, ANATEL, ANEEL entre outras), mais que o exposto no conceito acima, é a atividade-fim da Comissão de Valores Mobiliários. É a atividade que se insere dentre as razões da existência da autarquia.

O poder de polícia por sua vez, tem seu conceito extraído do direito administrativo e vem a ser ferramenta vital para que se assegure e se cumpra a regulação. Assim, a doutrina mais abalizada o conceitua como: “A atividade do Estado consistente em limitar o exercício dos direitos individuais em benefício do interesse público<sup>15</sup>”. O poder de polícia, fazendo-se um paralelo com a regulação, é justamente a atividade que a assegura, que a resguarda. Por isso, é parte integrante de toda atividade das agências reguladoras, incluindo-se aqui a CVM. E levando-se em consideração que os principais meios de atuação do poder de polícia são os atos normativos (leis como a 6.385) e atos administrativos (como as instruções normativas expedidas pela CVM), como res-

---

<sup>13</sup> Loc. cit.

<sup>14</sup> Carvalhosa, Modesto e Eizirik, Nelson. Op. Cit. p. 451.

<sup>15</sup> Di Pietro, Maria Sylvania. **Direito Administrativo**. Editora Atlas, São Paulo, 2006. p. 128.

salta a boa doutrina, conclui-se também a intensa co-relação entre este poder e a função normativa da CVM.

Em seguida e não menos relevante, tem-se a função autorizante ou registrária da CVM. A função registrária, nas palavras de Tavares Borba, compreende basicamente duas modalidades de registro:

o registro da empresa e o registro da emissão. O registro da empresa tanto poderá se fazer para a negociação na bolsa como para negociação no mercado de balcão, sendo que o registro para a bolsa vale para o mercado de balcão, sem que a recíproca seja verdadeira, ou seja, para negociação em bolsa ou no mercado de balcão organizado, exige-se registro específico<sup>16</sup>.

Note-se que o registro na CVM é *conditio sine qua non* para a abertura do capital da S.A. com a conseqüente emissão e negociação de seus valores mobiliários no mercado de capitais. Isto equivale dizer que sem o registro, a S.A. será condenada a viver eternamente fechada, não admitindo a negociação de suas ações em bolsas de valores ou em mercados de balcão.

De fato, a necessidade do registro da S.A. na CVM para a abertura de seu capital é disposição legal imperativa da lei das S.A.s 6.404/76, como se vê na redação de seu parágrafo primeiro, artigo quarto, dispondo este que: Somente os valores mobiliários de emissão de companhia registrada na Comissão de Valores Mobiliários podem ser negociados no mercado de valores mobiliários.

Além do registro da empresa, há o registro da emissão. A cada nova emissão de valores mobiliários feita pela S.A., corresponde novo registro na CVM. É a palavra final do parágrafo segundo, também do artigo quarto da lei das S.A.s: Nenhuma distribuição pública de valores mobiliários será efetivada no mercado sem prévio registro na Comissão de Valores Mobiliários.

O exame feito pela CVM nas duas hipóteses de registro, seja o de emissão, seja o da companhia, deve se circunscrever à mera análise de forma, jamais de conteúdo ou mérito. A CVM deve apenas verificar se aquela emissão ou aquela empresa atendem as exigências legais. Tavares Borba professa que:

deve a CVM evitar qualquer interferência em questões de mérito, que correspondam a conflitos entre a sociedade e acionistas, decorrentes da interpreta-

---

<sup>16</sup> Tavares Borba, José Edwaldo. Op. cit. págs. 174 e 175.

ção de normas legais, especialmente quando controvertida a matéria. O conflito de interesses e a interpretação da norma jurídica são questões de competência do Poder Judiciário, não cabendo a um órgão administrativo nelas se imiscuir<sup>17</sup>.

Agora a função fiscalizadora da CVM, função fundamental, diga-se de passagem, por ser ela o instrumento de que se vale a autarquia na proteção dos investidores. A função fiscalizadora da CVM abrange um *prius* que é a fiscalização propriamente dita e um *posterius*, a sanção, que apenas se projetará nos casos em que houver uma efetiva violação do mercado por um determinado agente e ainda assim, garantindo-lhe um devido processo administrativo com a ampla defesa e meios de prova (contraditório) à ele atinentes.

O exercício desta competência como se pode ver, é objeto do seguinte dispositivo legal da lei 6.385/76:

**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 eqüitativas 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 artigo 11, sem prejuízo da responsabilidade civil ou penal.

Para alcançar seu intento fiscalizatório a CVM pode se valer de diversos expedientes, seja analisando livros e documentos de sociedades e acionistas suspeitos, seja convocando administradores para que estes prestem informações ou esclarecimentos sob pena de não o fazendo incorrerem em multa.

Neste ponto, ao tratar da função fiscalizadora, Fábio Ulhoa Coelho salienta que:

Como a sua tarefa básica é proteger investidores de fraudes, irregularidades e abusos, a CVM deve adotar constantes medidas de prevenção e saneamento de que seriam exemplos: a divulgação de fato relevante que os administradores mantenham em sigilo (LSA, art. 157, § 5º), a publicação dos nomes de pessoas que operem sem a devida autorização, a suspensão da negociação

---

<sup>17</sup> Ibid. págs. 174 e 175.



de certos valores mobiliários e o cancelamento de registros (LCVM, art. 9º, § 1º)<sup>18</sup>.

Ultrapassada a fase de inquérito (que pode ser legitimamente instaurado pela CVM), o conseqüente processo administrativo e auferida a responsabilidade do agente que ocasionou danos ao mercado e investidores por meio de sua conduta, passa-se à aplicação das penalidades descritas em lei. Estas penalidades variam conforme a gravidade do dano proporcionado e estão dispostas no artigo 11 da lei 6.385/76. Poderá ser aplicada desde uma simples advertência até inabilitação e proibição de exercício de determinados postos. Além disso, poderá ser aplicada pena de multa que outrossim dependerá do prejuízo ocasionado. A multa poderá atingir patamares elevados como no caso de reincidência do agente.

Cabe neste ponto, asseverar que esta responsabilidade, de índole administrativa, será independente da civil e da penal. Conforme o caso, o agente poderá inclusive responder nas três esferas. Pode-se tomar como exemplo um administrador inescrupuloso que mediante o uso indevido de informações privilegiadas (art. 27-D da lei 6.385/76) auferir vantagem indevida. Este poderá responder pela pena imposta no supracitado artigo (responsabilidade penal), bem como pelas sanções do artigo 11 (responsabilidade administrativa) e a eventual ação indenizatória (responsabilidade civil). Retornar-se-á ao tema mais tarde ao analisar-se com cautela e precisão os meios de proteção dos investidores no mercado de capitais.

Passa-se agora às funções faltantes, lembradas por Tavares Borba. Seriam elas de ordem supletiva às demais. A função consultiva, cujo instrumento é o parecer de orientação, se resume em sendo uma resposta dada pela CVM a questões de natureza técnica formuladas pelos agentes do mercado em geral. Os pareceres limitar-se-iam de acordo com Borba: “às questões concernentes às matérias de competência da própria CVM, abrangendo apenas problemas de mercado ou sujeitos a sua regulamentação<sup>19</sup>”. A fonte normativa da competência consultiva é o artigo 13 da CVM:

**Art. 13** A Comissão de Valores Mobiliários manterá serviço para exercer atividade consultiva ou de orientação junto aos agentes do mercado de valores mobiliários ou a qualquer investidor.

<sup>18</sup> Fábio Ulhoa Coelho, Op. Cit. p. 74.

<sup>19</sup> Tavares Borba, José Edwaldo. Op. cit. págs. 175 e 176.

**Parágrafo Único.** Fica a critério da Comissão de Valores Mobiliários divulgar ou não as respostas às consultas ou aos critérios de orientação.

A divulgação dos pareceres, consoante o parágrafo único supratranscrito fica a critério da CVM, abrindo brecha assim a que a mesma analisando caso a caso, os mantenha em sigilo.

Por fim, fechando a matéria funções da CVM, apoiados na lição do mestre Borba vê-se que a autarquia tem funções de fomento. Dentro desta atribuição, a CVM: “incentiva, estimula e promove o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários, garantindo-lhe como meio seguro e rentável de investimento. Para o exercício desta competência utiliza campanhas, seminários, estudos e publicações<sup>20</sup>”.

### 3. INVESTIDORES

Por investidores, como o próprio nome já diz, compreende-se todas aquelas pessoas, sejam elas naturais ou morais, que aplicam e investem seu patrimônio por sua conta e risco no mercado de valores mobiliários, com perspectivas de obter algum lucro, a curto ou longo prazo.

---

<sup>20</sup> Loc. cit.

Desta noção inicial extraída de numerosa fonte doutrinária passamos a nos deter, nos aprofundar nestes investidores, cuja relevância nem precisamos comentar, objetos da proteção da lei 6.385.

A lei 6.385 deu poderes expressos para a CVM agir sempre que necessário, resguardando os direitos dos investidores, que, como ocupantes de um pólo mais fraco, hipossuficientes em sua essência, quando colocados frente a frente com as corporações de vulto (não só elas como também os acionistas controladores) necessitam do poder público na defesa de seus interesses. Desta forma, importante uma análise deste que para efeitos deste trabalho é aquele que sofre o prejuízo e se socorre dos meios de proteção, sempre bom lembrar, que em nome próprio ou representado.

Após estas breves considerações nos lançamos no segundo capítulo do trabalho.

### **3.1 Acionistas x Investidores, uma distinção relevante**

É vital já em um primeiro momento desvincular o gênero da espécie. Pois bem, investidor como já antes comentado é aquele que contribuindo com seu patrimônio para o capital social da S.A., busca auferir ganhos, lucros, quase sempre através de dividendos, ou então a longo prazo, com a alienação de suas ações no mercado secundário.

A posição de investidor ao contrário do que se possa imaginar, não abrange os denominados acionistas empreendedores da companhia. Em que pese, para fins de participação nos lucros, considerar-se todos os acionistas investidores (sejam eles controladores, minoritários, com direito a voto ou sem), na realidade o que há é uma subdivisão. De fato, pode-se tratar o termo investidor em dois sentidos: sentido estrito (envolvendo apenas o acionista ou não-acionista, investidor) e sentido amplo (envolvendo o acionista ou não-acionista, investidor e o acionista empreendedor). Fábio Ulhoa Coelho assim sintetiza a diferença entre as 2 espécies de acionistas:

Os acionistas de uma companhia aberta podem ser repartidos em dois grandes grupos. De um lado, os empreendedores, pessoas interessadas na exploração de certa atividade econômica; de outro, os investidores, que identificam

na ação da companhia uma oportunidade para empregar o dinheiro que possuem<sup>21</sup>.

Nestes simples comentários torna-se patente a confusão que os termos investidor e acionista revelam. Os mesmos têm quase sempre uma relação continente-conteúdo, em que o acionista é o continente e o investidor, seu conteúdo. Quase sempre, pois há ocasiões em que definitivamente os 2 termos não se confundem. É o caso das participações de investidores que investem em outros valores mobiliários. Estes investidores não podem ser chamados de acionistas, pois o valor mobiliário que ostentam (mesmo que em determinadas ocasiões haja a expectativa de participação societária, caso da debênture conversível em ação) não lhes atribuem os direitos e a participação que uma ação lhes atribuiria.

Destes comentários, a conclusão que se extrai é a seguinte:

- O termo investidor é bem mais amplo que o termo acionista. Consoante o já exposto acima, o investidor tanto pode ser espécie do gênero acionista, como não ser acionista. Como se sabe há uma gama de valores mobiliários, um dos quais e o mais importante, a ação, mas o investidor pode participar de outras formas no mercado como através das debêntures e dos *commercial papers*.

### 3.2 Espécies

Os investidores se subdividem em diversas espécies. Quanto maior o vulto, a complexidade e as perspectivas de crescimento das S.A.s, maior será o grau de investimento e a concentração de pessoas buscando algum ganho com a atividade respectiva. Veremos que alguns se interessam mais que outros pelo desenrolar da atividade e que o termo investidor, na verdade, possui uma conotação bem ampla.

Primeiramente pode-se dividir os investidores em nacionais e estrangeiros. Muito comum em países em desenvolvimento como o nosso, a abertura ao capital estrangeiro. A captação de recursos de fora é veículo propulsor para o crescimento de nosso país e os investidores internacionais optam muitas vezes por capitalizar ou securitizar seu patrimônio através de um investimento em nossas sociedades. Se valem de uma

---

<sup>21</sup> Ulhoa Coelho, Fábio. Op. Cit. p. 272.

moeda mais forte e compram valores mobiliários de nossas companhias. É obvio que é uma opção vantajosa, haja vista as inúmeras sociedades nacionais de vulto e com perspectivas promissoras de lucro. O brasileiro ainda dá seus primeiros passos, ainda engatinha, quando se trata de investir o seu dinheiro no mercado. É certo que já houve uma melhora significativa e aumentam os acionistas nacionais a cada dia, mas é fato também que sabe-se lá como, se por falta de informação ou por falta de recursos mesmo, os brasileiros ainda não tem o hábito e a cultura de investir no mercado de valores mobiliários.

Outra divisão importantíssima é a que se faz entre os investidores especuladores e os investidores rendeiros. A diferença se dá principalmente na maneira de se investir.

Os especuladores, são verdadeiros *players*. Jogam em várias frentes, atuam em diversas companhias e segmentos do mercado. Não dão a mínima para a situação da sociedade. Para eles o investimento é a curto prazo, adquirem e alienam a todo tempo ações. Pode-se dizer que os especuladores têm comprometimento com o mercado em si e não com a empresa. Fábio Ulhoa Coelho assim leciona: “ Os especuladores buscam otimizar ganhos imediatos, e estão atentos às cotações das bolsas no mundo todo, e outros investimentos financeiros, procurando, a cada momento, as alternativas mais atraentes em termos de liquidez e segurança”.<sup>22</sup>

Os rendeiros por sua vez, são intermediários. Nem são totalmente alheios aos interesses e as atividades da S.A. como os especuladores e tampouco tem o forte elo de ligação que os empreendedores têm. O que eles buscam são alternativas de investimento e investem a longo prazo. Se interessam mais por uma fonte de rentabilidade fixa através dos dividendos (participação nos lucros) distribuídos anualmente ou semestralmente em algumas S.A.s. Não vendem suas ações na freqüência que os especuladores o fazem. Esperam o momento certo, esperam um retorno que geralmente vem a longo prazo. Na sempre lembrada lição do comercialista acima citado, os rendeiros: “Objetivam constituir uma carteira de ações, que possa representar patrimônio relativamente estável, e, por isso, norteiam suas opções de compra e venda pelas perspectivas de retorno a longo prazo<sup>23</sup>”. Os rendeiros são a grande maioria, a quase totali-

---

<sup>22</sup> Ulhoa Coelho, Fábio. Op. cit. p. 272.

<sup>23</sup> Ibid. p. 272.

dade dos investidores. Podemos destacar aqui como se enquadrando nesta espécie desde os fundos de pensão, que precisam investir, pois almejam maior rentabilidade e um sobre-ganho para as suas respectivas fontes de custeio (quando se fala em fonte de custeio, isto significa o dinheiro, as contribuições dos segurados) até o padrão que é o investidor pessoa física. Este busca fonte segura, apesar do investimento estar sujeito a riscos e intempéries como veremos, para aplicar seu capital tendo em vista um futuro melhor.

Apenas para complementar o já dito, apresentamos mais duas classificações. A primeira, investidores individuais e investidores institucionais. Das duas categorias de investidores já falamos, citando como exemplo os fundos de pensão, institucional por excelência e o individual, a pessoa física. Por ultimo, investidores privados e público. Os investidores privados são todos os particulares, os quais livre e sem restrições participam do mercado de valores mobiliários. Por outro lado nós temos o investidor público, categoria ocupada pela própria administração pública, que quando ao criar ou instituir empresas públicas, sociedades de economia mista e suas respectivas subsidiárias, nada mais objetiva que aumentar a receita bruta, para realizar todos os fins públicos previstos em lei.

É de bom alvitre, antes de se finalizar este tópico, trazer à lume, lição do mestre Rubens Requião. Este, tratando das diferentes espécies de acionistas (investidores), lembra da importância de cada um para a companhia:

O acionista-empresário (leia-se acionista empreendedor), com uma administração correta e eficiente, dá prestígio aos papéis emitidos pela sociedade. Seus esforços seriam vãos, todavia, se no mercado estes não encontrassem o interesse do acionista-rendeiro (leia-se investidor rendeiro), movido pela expectativa de bons rendimentos, investindo mais na companhia. Ainda assim, o mercado seria estiolado e medíocre se nele não atuasse o acionista-especulador (leia-se investidor especulador), que, com a movimentação das ações que impulsiona, dá vibração às bolsas, e às ações da empresa, bem administrada e lucrativa, proporciona maior negociabilidade, isto é, maior liquidez aos títulos de sua emissão.<sup>24</sup>

---

<sup>24</sup> Requião, Rubens. Op. cit. p. 141.

#### **4. DOS MEIOS DE PROTEÇÃO AO INVESTIDOR**

Ultrapassadas as considerações cabíveis no que toca aos investidores (sujeitos tutelados) e a CVM (organismo protetor), passamos então a parte mais importante do trabalho que se configura numa análise necessária dos meios de proteção que a legislação nos traz e sua eficácia na manutenção da ordem em nossa economia.

Desde já, é bom asseverar que os meios de proteção se dividem nas 3 searas de responsabilização previstas em nosso ordenamento, quais sejam: A administrativa,

a civil, e a penal. Em assim o sendo, adianta-se que a lei prevê para o desiderato de sua função protetora e para punição dos transgressores as seguintes peculiaridades: Uma ação de reparação de danos em face do administrador da S.A. por quebra do dever de lealdade, ação esta, nem precisaríamos dizer, de índole civil. Além disto e também no campo da responsabilização civil, uma ação civil pública de competência do Ministério Público; um processo administrativo sancionador próprio, de competência da CVM e no que tange a responsabilização penal, crimes contra o mercado de capitais, tipificados em na lei 6385/85.

Antes de iniciarmos o capítulo, releva também lembrar que as responsabilidades são comumente independentes entre si, podendo o agente ser responsabilizado nas 3 searas precitadas.

#### **4.1 Dos meios de proteção dos investidores na seara da responsabilização civil**

##### **4.1.1 O administrador e seus deveres**

Os administradores nas S.A.s cumprem papel importantíssimo como não poderíamos deixar de notar. São eles, através de seus colaboradores, que impulsionam as companhias em seu dia-a-dia e tomam decisões (excluídas aqui as decisões tomadas por voto nas assembléias gerais ordinárias, extraordinárias e as de competência do conselho fiscal). Trabalham eles, muitas vezes em 2 órgãos de cúpula das S.A.s que são o conselho de administração e a diretoria. É sempre bom lembrar que os administradores, na hipótese de serem acionistas empreendedores, se interessam tanto pelo futuro da companhia, que exercem funções na mesma.

Muitas vezes administradores ou diretores, se confundem com a posição de acionistas controladores e é neste ponto que está o perigo. Tomados pela voracidade ou sanha voluptuária de enriquecimento, estes podem cometer desatinos que com certeza não poderão passar incólumes. Certo pois, Leslie Amendolara ao profetizar que: “Há um encadeamento lógico entre a responsabilidade do controlador e os administradores



da sociedade, dotando, nesse particular, a lei societária o acionista minoritário de instrumentos fortes para agir contra eles, se necessário<sup>25</sup>.

O administrador, não necessariamente acionista controlador, tem deveres a altura de sua elevada posição no cenário das S.A.s e a quebra desses deveres, pode gerar uma responsabilização civil. Na realidade, a quebra dos deveres por parte dos administradores é algo que diz respeito diretamente à sociedade em si e indiretamente aos investidores. Por isso, essa responsabilização serve como paliativo subsidiário.

Assim, a lei enquadrando como deveres do administrador os seguintes:

- Dever de diligência do artigo 153 (‘aquele que o administrador deve ter, no exercício de suas funções, como todo homem ativo e probo costuma empregar na administração de seus próprios negócios` );

- Dever de respeito à finalidade da sociedade, artigo 154 (‘o administrador deve exercer as atribuições que a lei e o estatuto lhe conferem para lograr os fins e no interesse da companhia, satisfeitas as exigências do bem público e da função social da empresa`);

- Dever de lealdade do artigo 155 (‘o administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios`) e

- Dever de informar do artigo 157 no qual o administrador deve declarar os valores mobiliários que possui.

Devido às conseqüências que a quebra dos deveres de lealdade e de informar têm, sendo a mesma, fundamento ou justa-cause para responsabilização civil por prejuízo aos investidores, dar-se-á tratamento apenas a estes deveres. A quebra destes deveres é não só o fundamento para que o investidor lance mão de seu direito subjetivo de ação (um dos meios de proteção tratado por este trabalho), assim como também em alguns casos para que se inicie um processo administrativo, ou que se denuncie o agente responsável. Ou seja, é o ponto inicial para que o investidor, seja individualmente, seja representado, lance mão de todos os meios de proteção ao seu alcance.

---

<sup>25</sup> Amendolara, Leslie. **Direito dos acionistas minoritários**. Editora Quartier Latin, São Paulo, 2003, págs. 153 e 154.

Optou-se por discorrer sobre os deveres em debate nesta parte do trabalho por razões de conveniência, vez que pela ordem, o primeiro meio de proteção ao investidor a ser tratado neste trabalho é ação civil individual indenizatória.

#### 4.1.2 O dever de informar - Princípio do *full disclosure*

O dever de informar, mais do que uma simples prestação de contas do administrador à sociedade e seus acionistas, tal como expõe o artigo 157 caput da lei das S.A.s, envolve no caso da sociedade aberta, a divulgação de informações relevantes a todo o mercado e potenciais investidores. Contrapõe-se ao dever de informar, o direito à informação de que dispõe os investidores<sup>26</sup>

Mesmo sabendo-se da relevância do primeiro aspecto do dever de informar, qual seja o de mera prestação de contas à sociedade e acionistas em geral, nos ataremos ao segundo por se referir aos investidores. A fonte legal do dever de informar encontra-se no artigo 157, § 4º que discorre que: Os administradores da companhia aberta são obrigados a comunicar imediatamente à bolsa de valores e a divulgar pela imprensa qualquer deliberação da assembléia-geral ou dos órgãos da administração da companhia, ou fato relevante ocorrido nos seus negócios, que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia.

O dever de informação é a inspiração do princípio do *full disclosure*, ou transparência das informações. Pode-se dizer que a consagração deste princípio em nosso ordenamento é uma das maiores esperanças que a lei trouxe ao investidor, pois o seu respeito traz a tão almejada segurança que o mesmo espera. Além disto, auxilia no combate ao *insider trading* (um dos agentes nocivos ao mercado e aos investidores) objeto do próximo tópico deste trabalho. Sendo assim, o princípio do *full disclosure* representa uma prevenção aos potenciais ilícitos mercadológicos. A sua obediência previne o recurso aos meios de proteção do investidor e deve ser estimulada. Não é por menos que juristas de escol o tem defendido como se pode perceber nas seguintes passagens:

<sup>26</sup> Bulgarelli, Waldírio. **Regime jurídico da proteção às minorias nas S/A**. Editora Renovar, Rio de Janeiro, 1998. p. 144.

O princípio fundamental da regulação do mercado de capitais é o da transparência das informações (*full disclosure*). Tal princípio... fundamenta-se na idéia de que a melhor profilaxia do mercado é constituída pela ampla e completa informação ao público investidor.

e mais adiante...

No modelo de proteção ao investidor do mercado fundamentado no princípio do *disclosure* como é o nosso, seguindo a orientação uniforme do direito comparado, o postulado básico é o de que o investidor estará protegido, na medida em que lhe sejam prestadas todas as informações relevantes a respeito das companhias com valores mobiliários publicamente negociados<sup>27</sup>

Sintetize-se que não é qualquer ato ou fato que será objeto da informação ou divulgação ao público investidor e oriundos do princípio do *full disclosure*. A lei tutela o ato ou fato qualificado por uma relevância. Este ato ou fato relevante em apertada síntese: “é aquele que pode influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores de comprar ou vender valores mobiliários da companhia<sup>28</sup>”. Este conceito na verdade é restrito e só se refere à hipótese de negociações no mercado, por isso, cumpre trazer à tona o conceito de fato relevante extraído da instrução 358/02 da CVM, mais especificamente de seu artigo 2º, abaixo transcrito:

**Art. 2º** - Qualquer decisão de acionista controlador, deliberação de Assembleia Geral, ou dos órgãos da companhia, de companhia aberta, ou qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios que possa influir de modo ponderável:

I – na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados;

II – na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários;

III – na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados.

O administrador da companhia, frise-se, tem o dever de informar estes fatos relevantes, caso contrário, atuará ilícitamente, podendo o investidor lesado, ou a CVM, ou o Ministério Público se valer dos mecanismos compensadores colocados à disposi-

<sup>27</sup> Carvalhosa, Modesto e Eizirik, Nelson. Op. Cit. págs. 451 a 453.

<sup>28</sup> Eizirik, Nelson, Ariadna B. Gaal, Flávia Parente e Marcus de Freitas Henriques. Op. cit. p. 455.

ção. A divulgação, pautando-se no direito comparado, no chamado *timely disclosure*, deve ocorrer logo após a sua ciência pelo administrador, isto é, deve ser oportuna<sup>29</sup>.

A lei só trabalha com uma hipótese de recusa legítima de informações. Esta hipótese, disposta no artigo 157, § 5º da lei 6.404/76, diz respeito ao risco que a divulgação da informação possa oferecer à companhia, cabendo a decisão sobre a legitimidade da dispensa à CVM. Leslie Amendolara cita como exemplos de fatos que ponham em risco a companhia e por isso, motivos de legítimo sigilo: “o segredo industrial, certas tratativas de negócios e negociações de controle<sup>30</sup>”.

#### 4.1.3 A violação dupla de deveres – O fenômeno do *insider trading*

A violação do *disclosure* implica em uma conduta negativa, um não-fazer. Ou seja, o administrador, tendo a possibilidade de divulgar a informação relevante, a mantém em sigilo. Por óbvio que, como já visto, há ocasiões em que o sigilo prevalece e não será reprovável, mas quando há uma obrigação de informar, ou seja, quando o imperativo é o *disclosure*, o administrador como vimos tem o dever, sob pena de ser responsabilizado, de divulgar as informações relevantes. E mais, quando aliado a esta nociva inércia, ele se vale das informações relevantes em benefício próprio, estamos diante de uma das manifestações do fenômeno do *insider trading*.

Ao se posicionar no lado do investidor, que enganado adquire o valor mobiliário por intermédio do *insider*, assim se manifesta Fábio Konder Comparato:

No *insider trading*, o que existe é o aproveitamento de informações reservadas sobre a sociedade emissora dos títulos, em detrimento do outro contratante, que as ignora. Há, por conseguinte, antes uma omissão volitiva, do que uma atuação ou pressão qualquer sobre o valor de mercado dos direitos ou papéis negociados. O comportamento do *insider* é tipicamente de dolo por omissão, silenciando intencionalmente a respeito de fato ou qualidade que a outra parte ignorava, de tal arte que esta não teria por certo, celebrado o contrato se não existisse a omissão dolosa<sup>31</sup>.

---

<sup>29</sup> Ibid. p. 457.

<sup>30</sup> Amendolara, Leslie. Op. Cit. pág. 160.

<sup>31</sup> Comparato, Fábio Konder. **Ensaio e Pareceres de Direito Empresarial**. Editora Forense, Rio de Janeiro, 1978. págs. 13 e 14.

Quando o administrador, rompe com o dever de informar, mais do que isso, rompe outrossim com o dever de lealdade. Isto, não só pelo descumprimento de disposição expressa de lei (o § 1º do artigo 155, que veda a prática do *insider* administrador, está inserido na passagem da lei que trata do dever de lealdade), mas também porque o agente está traindo os interesses da própria sociedade.

Sociedade anônima unipessoal, tirando a hipótese de subsidiária integral, inexistente no ordenamento pátrio. Portanto, o locupletamento desta forma trai os demais acionistas e rompe com a lealdade, padrão de conduta que todo administrador deve se pautar.

Reiterando a relação que a quebra do dever de informar tem com o instituto do *insider* e se valendo da já tratada análise conjunta dos artigos 155, § 1º e 157, § 4º, Nelson Eizirik assim discorre:

Da leitura conjunta destes dois dispositivos, resulta claro que a lei seguiu o padrão normativo do direito norte-americano, referente ao dever do “*insider*” de divulgar ou abster-se de utilizar a informação em proveito próprio (“*disclosure or refrain from trading*”). Assim, estando o administrador na posse de informação relevante, sua obrigação fundamental é revelá-la ao público, em razão do princípio fundamental do “*disclosure*”. Porém, enquanto tal informação não for divulgada ao público, ele fica proibido de negociar com os valores mobiliários de emissão da companhia<sup>32</sup>.

Ocorre que a denominação *insider trading*, não é algo exclusivo dos administradores de S.A.s. Todos os agentes que circundam a companhia e que tem acesso aos fatos relevantes, valendo-se do mesmo, em posição privilegiada, para lograr vantagem pessoal em detrimento dos investidores são *insiders*. Pelo menos assim parece ser, consoante o entendimento da CVM, expresso pelo artigo 8º da instrução 358/02 como observa-se a seguir:

**Art. 8º** - Cumpre aos acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, e empregados da companhia, guardar sigilo das informações relativas a ato ou fato relevante às quais tenham acesso privilegiado em razão do cargo ou posição que ocupam, até sua divulgação ao mercado, bem como zelar para que subordina-

---

<sup>32</sup> Eizirik, Nelson, Ariadna B. Gaal, Flávia Parente e Marcus de Freitas Henriques. Op. cit. p. 437.

dos e terceiros de sua confiança também o façam, respondendo solidariamente com estes na hipótese de descumprimento.

Seriam então de acordo com este dispositivo, *insiders* em potencial: os controladores, os diretores executivos, os membros dos conselhos de administração e fiscal, órgãos com funções técnicas ou consultivas e empregados da companhia. Olhando com atenção, percebe-se claramente que alguns destes como os empregados são *insiders* sem o dever de *disclosure*. Aos administradores incumbe se precaverem para que os seus subordinados não violem o sigilo de informações relevantes.

Analisando-se o artigo 8º da instrução normativa 358/02 isoladamente, a conclusão poderia ser precipitada: Só os agentes que integram de alguma forma a companhia poderiam atuar como *insiders*. Ao recorrer-se a doutrina<sup>33</sup>, vê-se que não é bem assim. Apesar de na grande maioria das vezes, exatamente por se valer do maior contato com a atividade e as informações atinentes à companhia, atuarem como *insiders* os componentes da S.A., terceiros também podem se utilizar da informação ou fato relevante, deturpando seu fim.

O § 4º do art. 155 da lei das S.A.s referenda este ponto quando diz ser vedada a utilização de informação relevante por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso e com a finalidade de auferir vantagem. Desta forma, desde advogados até consultores e auditores independentes podem vir a ser responsabilizados por se valerem com fins de proveito próprio das informações que tiverem acesso em seu ofício, mesmo não fazendo parte da sociedade.

Para finalizar este tópico, cumpre lembrar a repercussão do fenômeno *insider trading* nas alienações ou cessões de controle acionário. Estas são corriqueiras e ponto de muita discussão e revolta. Ultimamente vem se verificando com uma certa intensidade o uso de informações privilegiadas no momento da cessão do controle, ponto este que vem desafiando a argúcia de nossos julgadores, tal como se percebe na jurisprudência destacada no anexo B desta monografia. Este ponto não passou despercebido pelo mestre em matéria de poder de controle e suas nuances, Fábio Konder Comparato, como se compreende no excerto seguinte extraído de sua magnífica obra:

O que suscita a polêmica e acende as paixões é, sem dúvida, o caráter geralmente secreto, das negociações de cessão de controle e a magnitude dos va-

---

<sup>33</sup> Amendolara Leslie. Op. cit. p. 163.

lores patrimoniais em causa. A imaginação pública deixa-se, facilmente, excitar pelos rumores, e os acionistas, que não foram partes no negócio, sentem-se frustrados e até lesados em suas expectativas, depois de concluída a cessão. O pequeno investidor, como disse pitorescamente *Mignoli*, revolta-se pelo fato de ter sido excluído do banquete, tanto mais lauto quanto mais prolongado for o seu jejum de dividendos. Sem falar daqueles casos aberrantes, em que os controladores e diretores da companhia, cujo controle é cedido, passam a compra por baixo preço, antes do negócio, as ações dos acionistas incautos, para revendê-las, em seguida, pelo preço da cessão<sup>34</sup>.

#### 4.1.4 Conseqüência da quebra dos deveres de informação e lealdade: Da responsabilidade civil e adequada ação:

Uma vez analisado o fenômeno do *insider trading*, passa-se finalmente a tratar do primeiro meio de proteção posto a disposição do investidor, o mecanismo de responsabilização civil por meio da ação individual de titularidade do prejudicado. Esta responsabilização é consequência do dano ocasionado (dano direto como se verificará), que por sua vez é fruto da conduta ilícita do *insider*.

O ponto nodal desta responsabilidade, no mundo mercadológico, reside na confiança que os investidores têm de um tratamento igualitário. De imperiosa necessidade a extração do comentário do jurista alemão Siegfried Kümpel, em sua obra Mercado de Capitais:

A confiança dos investidores assenta especialmente na sua expectativa (digna de proteção) de serem tratados igualmente. Isso pressupõe que os investidores estejam protegidos principalmente contra a utilização de informações privilegiadas por um *insider*. Operações realizadas com a utilização de informações privilegiadas são vistas pelos investidores como ofensa ao princípio de que lhes deve ser oferecida a mais ampla igualdade de oportunidades possível. Investidores que se sentem tratados de maneira desleal em um mercado afastam-se dele e desviam seus capitais de investimento para outros mercados<sup>35</sup>.

<sup>34</sup> Comparato, Fábio Konder. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. Editora Forense, Rio de Janeiro, 2005. págs. 261 e 262.

<sup>35</sup> Kümpel, Siegfried. **Direito do Mercado de Capitais**. Editora Renovar, Rio de Janeiro, 2007. págs. 26 e 27.

Quanto à espécie de responsabilidade, inicialmente cabe a colocação de que esta variará conforme se tenha como ofensor apenas um indivíduo (algum diretor por exemplo) ou um colegiado (no caso do Conselho de Administração). No primeiro caso, a responsabilidade é individual. No segundo, ela é solidária, podendo o ofendido requerer a indenização integral de qualquer dos conselheiros.

A espécie de responsabilidade civil do administrador, seja no caso de descumprimento da lei ou estatuto segundo a doutrina é aquiliana, isto é, extracontratual. Quanto à natureza da responsabilidade, verifica-se que a doutrina<sup>36</sup> não aceita a classificação nem em subjetiva pura e muito menos em objetiva, buscando-se ao invés de extremos, uma situação intermediária. O que se aplica ao *insider* administrador, é aquele tipo de responsabilidade que, mesmo pautando-se na culpa (por isto subjetiva), seja uma culpa presumida, invertendo-se o ônus probatório. Desta forma, não cabe ao investidor provar a culpa, como o teria no caso de responsabilidade subjetiva pura. Com a inversão do ônus da prova, caberá ao *insider* provar que não cometeu o ato ilícito, ou então alegar excludentes de responsabilidade tais como a culpa exclusiva da vítima ou o caso fortuito ou motivo de força maior. Sendo a presunção de culpabilidade relativa, haverá sempre a brecha para que o administrador prove a ausência de responsabilidade.

Ao verificar-se a questão da causalidade entre *insider* e investidor, notou-se a dificuldade de se estabelecer um elo de ligação entre estes. Esta dificuldade é consequência da operação de compra e venda (feita no mercado secundário), que ocorre no ambiente das bolsas de valores, onde prevalece a impessoalidade. Este fenômeno é realçado pela doutrina da seguinte maneira:

Assim, por exemplo, se o administrador, praticando o *insider trading* (artigo 155, § 1º da Lei Societária), aproveita-se de informação sigilosa da companhia para obter vantagem, comprando ou vendendo suas ações no mercado, não será necessário que o prejudicado prove que comprou ou vendeu do *insider*. Com efeito, nas operações realizadas em Bolsa de Valores, particularmente nos mercados de futuro e de opções é impossível ligar os comitentes. Em tais casos, não é essencial saber de quem o administrador *insider* comprou ou para quem vendeu os títulos, inferindo-se o nexo de causalidade mediante a

---

<sup>36</sup> Eizirik, Nelson, Ariadna B. Gaal, Flávia Parente e Marcus de Freitas Henriques. Op. cit. p. 464 a 471.



prova de que as informações por ele omitidas eram relevantes e privilegiadas<sup>37</sup>.

Observe-se que nesta hipótese de responsabilidade, o fenômeno do dano direto, aquele dano produzido imediatamente no bem, em consequência de evento determinante<sup>38</sup> é natural. O evento determinante na espécie se caracteriza pela conduta lesiva do *insider* de se valer de informação privilegiada, auferindo vantagem. Auferindo esta vantagem ilícita, o *insider* produz um dano direto ao patrimônio dos investidores, enriquecendo-se ilicitamente com isto.

Recapitulando então, a responsabilidade do *insider*, responsabilidade aquiliana, é fundada no tripé representado: Pela conduta, que neste caso é a ação voluntária do *insider* que como vimos age claramente com o fito de se enriquecer em detrimento dos investidores. Pelo nexos causal, que é o vínculo entre a conduta e o prejuízo ocasionado, representado pela quebra do dever de *disclosure* e por fim, pelo resultado, prejuízo sofrido pelos investidores que se apresenta como perdas patrimoniais de vulto, caracterizando-se o dano direto. A culpa é presumida, e o ônus da prova de isenção de responsabilidade incumbe ao *insider*.

Há na lei das S.A.s 2 espécies de ações no que tange a reparação de danos ocasionados pelo administrador. A ação social, de legitimidade a *priori* da própria sociedade, mediante prévia autorização da Assembléia Geral, seja ela ordinária ou extraordinária, também chamada *Ut Universii*, quando prejuízo causado afetar a sociedade e a ação individual que é a que nos interessa pois de legitimidade de qualquer investidor que se sentir lesado. Esta medida jurisdicional na certa não se confunde com a ação social do caput do artigo 159. Isso é fato e pode ser referendado no escólio de Leslie Amendolara quando este faz o seguinte comentário:

Esta ação não se confunde com a social, pois visa responsabilizar os administradores de danos que possam ter causado individualmente ao acionista e, é claro, o resultado a este aproveitará. Se os administradores de uma companhia aberta deixarem de publicar fato relevante e determinado acionista, por qualquer motivo, vende suas ações desconhecendo-o e, posteriormente, o papel em razão da notícia vir à tona, sofre um prejuízo, terá ele todas as condi-

---

<sup>37</sup> Ibid. p. 466.

<sup>38</sup> Gomes, Orlando. **Obrigações**. Editora Forense, São Paulo, 1998, págs. 36 a 50.

ções de responsabilizar o diretor de relações com os investidores pelos danos sofridos<sup>39</sup>.

A ação individual a qual referiu-se acima, por um critério de exclusão tem jaez nos artigos 155, § 3º e 159, § 7º da lei das S.A.s, os quais seguem abaixo:

**Art. 155, § 3º** A pessoa prejudicada em compra e venda de valores mobiliários, contratada com infração do disposto nos §§ 1º e 2º, tem direito de haver do infrator indenização por perdas e danos, a menos que ao contratar já conhecesse a informação.

**Art. 159, § 7º** A ação prevista neste artigo (Ação *UT Universii* já diferenciada) não exclui a que couber ao acionista ou terceiro diretamente prejudicado por ato de administrador.

A previsão do artigo 155, vale para a prática de qualquer *insider*, com dever de *disclosure* ou não, enquanto que no artigo 159 a ação se restringe ao administrador. Saliente-se que, apesar de a prática do *insider trading* poder proporcionar danos a uma coletividade, tal como será demonstrado no tópico seguinte, o investidor lesado não precisará esperar a manifestação dos demais lesados, podendo se valer da ação individual quando entender necessário. E mais, apoiando-se na doutrina da relatividade da coisa julgada, expressa Nelson Eizirik que: “De fato, ainda que outros, além dos autores, tenham sido lesionados pelo ilícito, não serão favorecidos, nem prejudicados pelos resultados auferidos com a demanda, se dela não participaram”.

Quanto à espécie de ação a ser promovida, nota-se ser esta, ação indenizatória, em virtude dos lucros cessantes ocasionados. Mas para Comparato<sup>40</sup> (apoiando-se numa visão contratualista), aplica-se no *insider trading* a teoria dos defeitos do negócio jurídico. A compra e venda de valores mobiliários poderia ser anulada com pedido de indenização cumulado, toda vez que o *insider* se beneficiasse de informações as quais tenha tido acesso reservado e que ainda não tenham sido divulgadas. Para o jurista em comento seria então uma ação de anulação de contrato, cumulada com indenização por perdas e danos.

A não participação da CVM na ação individual, é motivo de nulidade processual. Como vem se propalando ao longo deste trabalho, a CVM é a entidade incumbida da

<sup>39</sup> Amendolara, Leslie. Op. Cit. págs. 168 e 169.

<sup>40</sup> Comparato, Fábio Konder. Op. cit. p. 14.

fiscalização do mercado de capitais e tem função de guardião dos investidores. No momento em que um deles sentindo-se lesado, ingressa com a demanda, a autarquia, obviamente tendo interesse na matéria, atuará no feito, proferindo parecer, como se prevê no artigo 31 da lei 6.385. Observe-se que no Brasil a atuação da CVM no processo judicial é imparcial, ao contrário dos Estados Unidos, onde a autarquia congênera: “tem atuado lado a lado com os investidores lesados, em ações de indenizações contra os *insiders*, intervindo no processo na qualidade de *amicus curiae*, uma espécie de assistente litisconsorcial<sup>41</sup>”. Além de proferir parecer ou prestar esclarecimentos, a lei legitimou a CVM a interpor recursos quando as partes não o fizerem.

Por fim, um ligeiro comentário acerca da prescrição da ação individual em debate. Teria ela o prazo de 3 anos, de acordo com o artigo 287, II, alínea b da lei das S.A.s.

#### 4.1.5 A Ação civil pública da Lei 7.913 e a defesa coletiva dos investidores

Os investidores, como já tivemos a oportunidade de ressaltar, são muitos e se subdividem em diversas espécies. A variação do número de investidores é quase sempre diretamente proporcional ao tamanho, a dimensão da sociedade a qual estão vinculados. Digo quase sempre, porque temos, embora com raridade, sociedades anônimas de vulto, fechadas. Pois bem, no tópico anterior salientamos a possibilidade que os investidores têm de individualmente se insurgirem e demandarem diretamente o ressarcimento de danos oriundo da prática de atos ilícitos, tais como o *insider trading*, proveniente da quebra dupla dos princípios do *disclosure* e da lealdade dos administradores. Agora chegou a vez de estudarmos a proteção coletiva dos investidores, eis que ao lesar um, comumente lesa-se uma infinidade.

De início, cabe uma pequena digressão em torno da questão dos direitos difusos ou coletivos e a incumbência do Ministério Público de guardião destes. A Constituição Federal em seu rol de garantias e direitos fundamentais prevê a Ação Civil Pública como garantia em caso de lesão a direitos difusos tais como o meio ambiente e o patrimônio histórico, artístico e cultural do país. E mais, prevê também a proteção em caso de dano à economia popular. Neste ponto está o cerne, o nosso foco, pois a lesão a

---

<sup>41</sup> Ibid. p. 8.

um sem número de investidores pode se caracterizar como lesão a economia sim. A própria lei assim dispõe.

Agora, quanto à celeuma doutrinária, no que toca a dúvida se a lei 7.913 versaria ou sobre direitos difusos, ou sobre direitos coletivos ou sobre individuais homogêneos, não afigura-se pertinente a prefalada digressão. Aqui, concorda-se com a posição de Lionel Zaclis que discorre *in verbis* com mestria em seu livro:

Assim sendo, ao nosso ver, embora, na base, os interesses ou direitos considerados sejam individuais, sua reprodução em massa faz nascer um interesse difuso na responsabilização do causador dos danos. Dizemos ser difuso tal interesse, por estarem nele presentes as características de indeterminação e indivisibilidade, as quais autorizam utilização da tutela coletiva.<sup>42</sup>

O M.P., como se sabe, tem legitimidade extraordinária ativa, para agir, valendo-se do eficaz meio ação civil pública na tutela dos interesses coletivos. No caso dos investidores lesados por atos ilícitos de administradores não é diferente e a pertinência para ajuizar este tipo de ação com todos os seus corolários é do *parquet*.

Poderia ser indagada a possibilidade de uma associação civil de investidores, de âmbito nacional, mover a precitada ação civil pública no exercício de uma pertinência temática, invocando-se por analogia a lei 7.347/85. Esta lei (art. 5º, V, alíneas A e B) prevê a legitimidade da associação na proposição da ação civil pública, desde que esta prove estar constituída há pelo menos de um ano e a pertinência temática. A pertinência temática, consoante a doutrina constitucional, é definida como: “requisito objetivo da relação de pertinência entre a defesa do interesse específico do legitimado e o objeto da própria ação<sup>43</sup>”.

Acontece que a lei 7.913/89, ao dispor sobre a legitimação na tutela coletiva dos investidores é omissa no tema. Havendo conflito de normas, aplica-se o princípio da especialidade. Assim, em que pese existirem associações civis de investidores, aptas a promover ação civil pública, a competência é exclusiva do *parquet*, na forma da lei especial (7.913/89).

Há uma crítica cabível que se faz, pelo fato de o legislador ter esquecido da CVM. Esta também cumpriria a contento a tarefa de ser titular da ação coletiva a qual

<sup>42</sup> Zaclis, Lionel. **Proteção coletiva dos investidores no mercado de capitais**. Editora RT, São Paulo, 2007. p.157.

<sup>43</sup> Moraes, Alexandre de. **Direito Constitucional**. Editora Atlas, São Paulo, 2004. p. 636.

nos referimos. De fato, nada mais adequado seria que o ente regulador do mercado de capitais (protetor dos investidores), tivesse legitimação concorrente com o M.P., no ajuizamento da ação civil pública. E esta opinião é compartilhada pelo douto no assunto, Lionel Zaclis, que assim tece sua crítica:

Somos de parecer que restringir-se a legitimação ativa ao Ministério Público, tal como faz a Lei 7.913/89, não corresponde a melhor solução, até porque, dependendo das circunstâncias, poderá ele não ser um representante adequado. Entendemos que a legitimação deve ser concedida também à Comissão de Valores Mobiliários (CVM) – de modo a facultar-lhe atuação idêntica à de sua congênere estadunidense, a Securities And Exchange Commission (SEC).<sup>44</sup>

Em que pese o lapso do legislador, a CVM também cumpre papel fundamental na ação civil pública protetora do direito coletivo dos investidores. No momento em que a lei deu à CVM a possibilidade de provocar o *parquet* na instauração do inquérito, vemos que foi pautada em razões lógicas. Ninguém mais gabaritado e informado que a CVM para que (de posse de informações acerca de atos ilícitos perpetrados no mercado de capitais) invoque o Ministério Público. Saliente-se que o processo administrativo de competência da CVM que concluir por uma real lesão aos investidores e uma eventual punição dos mesmos, não excluirá o direito subjetivo do M.P. de invocar a prestação jurisdicional.

A CVM na ação coletiva, agirá na qualidade de *amicus curiae* e participará de todos os atos processuais, seja prestando informações, seja apresentando documentos. Como se vê, uma participação efetiva e imprescindível para a conclusão do feito. Outrossim, será uma participação parcial, vez que fatalmente o processo administrativo sancionador já estará findo, ou ao menos em andamento e a autarquia já terá opinado a favor ou contra qualquer das partes.

Outra questão pontual quando trabalhamos a ação coletiva da lei 7913 é a respeito da liquidação de sentença. Findo o processo, a extensão do dano, do prejuízo, se consubstanciará em uma indenização em dinheiro. A apuração do *quantum debeatur* se faz por meio da liquidação de sentença como consabido. Ocorre que de duas uma. Ou a liquidação se faz em procedimento bifurcado, ou se faz em unificado. O procedimento adotado pela lei em referência salta aos olhos no art. 2º. É o unificado. Isto signi-

---

<sup>44</sup> Zaclis, Lionel. Op. Cit. p.168.

fica dizer que é tudo resolvido nos mesmos autos do processo. A condenação a indenizar e o arbitramento do quantum através de liquidação são resolvidos conjuntamente, obedecendo uma ordem lógica: primeiro a sentença condenatória e após a liquidação. Por ocasião da liquidação, todo investidor que se sentir lesado pelo réu deverá se habilitar no processo. Deverá fundamentar sua pretensão como de praxe, por meio de documentos que comprovem por exemplo ser o aspirante a lesado, acionista da companhia. Terá o mesmo o prazo de 2 anos para que se habilite, tudo na forma da lei.

#### **4.2 Do processo administrativo de competência da CVM**

Após divagações acerca da proteção conferida aos investidores na órbita da responsabilidade civil, atingimos o limiar de nosso estudo: a responsabilidade administrativa, na qual a participação é única e de exclusiva competência da CVM.

Pelo que vimos ao confrontar o tema responsabilização civil por danos ocasionados aos investidores, a tutela destes fica presa a pretensões específicas, o que significa dizer que se não é o investidor singularmente agindo, ou o M.P. na seara coletiva, o dano ficaria impune e os manipuladores do mercado, os transgressores, os administradores de má-fé, sagrar-se-iam vitoriosos. E é aí que surge o processo administrativo de competência da CVM, justamente para evitar que estes agentes perpetradores de ilícitos, impunes por eventual desídia dos particulares na defesa de seus próprios interesses, possam continuar sua obra de ambição desmesurada, causando assim, prejuízos ainda maiores a economia nacional, em particular ao mercado de capitais no âmbito de sua reputação, dentro do que já se expôs (transparência e segurança para o investidor).

Assim Modesto Carvalhosa conceitua o processo administrativo sancionador: “O processo administrativo consiste no procedimento mediante o qual os órgãos da Administração Pública podem impor aos particulares sujeitos ao seu poder de polícia as penalidades expressamente autorizadas por lei<sup>45</sup>”. E mais adiante, relacionando o mesmo à função fiscalizante da CVM assevera o mesmo comercialista que: “A CVM como autarquia encarregada da fiscalização do mercado de capitais e das companhias abertas,

---

<sup>45</sup> Carvalhosa, Modesto e Eizirik, Nelson. Op. cit. p. 495.

tem competência para julgar as infrações às regras constantes da lei n. 6385/76, da lei das S/As e da regulamentação por ela expedida, aplicando aos infratores as penalidades previstas no artigo 11 da mesma lei<sup>46</sup>.

As sanções conseqüentes do processo administrativo variarão de acordo com a gravidade do ilícito. Veremos que muitos institutos do direito processual e penal são lembrados analogicamente pela lei 6.385/76, com o intuito de uma maior clareza e presteza do processo, para que este atinja seu objetivo.

A efetividade da sanção administrativa de lavra da CVM, atuando no julgamento por intermédio de seu órgão mor, o conselho, é luminosa. As sanções em suma, atacam o patrimônio dos agentes, seja com multas de vulto ou impedimentos.

Fechando este tópico de análises iniciais sobre o processo administrativo sancionador de competência da CVM, sempre bom rememorar os princípios norteadores do processo administrativo, compreendendo-se aqui o processo administrativo sancionador. Princípios como o do contraditório e da ampla defesa, estes decorrentes da Carta Magna, verdadeiras garantias fundamentais aos contendores em processo, seja de qual tipo for, não são esquecidos pelo diploma legal em comento. Além destes, a doutrina<sup>47</sup> enumera diversos. Carvalhosa por exemplo, faz uma divisão entre princípios e garantias, enquadrando entre os primeiros os seguintes princípios: princípio da legalidade, princípio da irretroatividade, princípio da tipicidade, princípio da culpabilidade e princípio da proporcionalidade das punições. Prescreve o mesmo doutrinador como garantias: A presunção da inocência, a impossibilidade de dupla apenação, a prescrição das sanções administrativas, a legalidade do procedimento e o cabimento dos recursos na esfera administrativa.

#### 4.2.1 Ilícitos administrativos

Antes de adentrar-se no estudo das espécies de procedimentos administrativos, dentro do já exposto processo administrativo sancionador, é de vital importância, uma digressão acerca dos ilícitos administrativos, uma vez que são estes, objetos da san-

---

<sup>46</sup> Loc. cit.

<sup>47</sup> Carvalhosa, Modesto e Eizirik, Nelson. Op. cit. p. 496 e segs. Eizirik, Nelson, Ariadna B. Gaal, Flávia Parente e Marcus de Freitas Henriques. Op. cit. p. 279 e segs.

ção administrativa a ser aplicada, uma vez terminado o processo administrativo e apurada a culpa do agente.

Os ilícitos administrativos no âmbito do mercado de valores mobiliários não possuem um grau de especificidade, estando contidos em tipos abertos, isto é, tipos que contem conceitos jurídicos indeterminados. A doutrina mais abalizada dá o seguinte tratamento a estes tipos, para logo a seguir os criticar:

Tais tipos são construídos mediante *standards* legais, ou seja, conceitos amplos, não precisamente determinados e que podem ser adaptados às circunstâncias fáticas do mercado. Tais *standards* legais, embora possam ser criticáveis, dada a incerteza que geram aos destinatários das normas, são de uso bastante comum no âmbito da regulação de mercados, uma vez que é impossível prever, na esfera do ilícito econômico, altamente dinâmico, todas as condutas nocivas<sup>48</sup>.

Em que pese a crítica ser bem construída, ousa-se neste ponto discordar do entendimento, uma vez que a adoção do sistema de tipos abertos de ilícitos, gera para o agente perpetrador de ilícitos uma maior reflexão antes de cometer o ilícito administrativo, não lhe restando quase que nenhuma chance de fuga da apenação. Isto contribui para a eficiência no combate aos ilícitos mercadológicos administrativos.

Procurando em fontes legais (art. 4º, V e VI da lei 6.385) ou em instruções normativas (Instrução CVM nº08/1976), encontram-se os seguintes tipos: Criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, manipulação de preços, operação fraudulenta e prática não equitativa.

O ilícito de criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários se confunde com o de manipulação de mercado estando os 2 até mesmo previstos conjuntamente no tipo penal que será detalhado no tópico referente à responsabilidade penal. A diferença entre os 2 ilícitos é de grau, uma vez que enquanto a manipulação de mercado refere-se apenas à cotação de valores mobiliários, as condições artificiais envolvem também a oferta ou demanda de valores mobiliários. Assim, verifica-se que o delito de manipulação de mercado, tipo administrativo, é mais restrito que o delito de manipulação de mercado, tipo penal. O ilícito de operação fraudulenta, apresenta um grau bem maior de amplitude e flexibilidade que os ilícitos acima tratados, porquanto se caracteriza como sendo qualquer artifício no âmbito do mercado de

<sup>48</sup> Eizirik, Nelson, Ariadna B. Gaal, Flávia Parente e Marcus de Freitas Henriques. Op. cit. p. 517.



capitais, que induza outrem a erro buscando vantagem patrimonial. Por fim, o ilícito de prática não eqüitativa, é aquele mediante o qual o agente, realizando negócios ou operações no mercado de capitais dolosamente provoca uma posição de desequilíbrio ilegal para a outra parte no negócio, restando demonstrado o dano causado a esta<sup>49</sup>.

#### 4.2.2 Processo e procedimento

O procedimento, ou rito do processo administrativo para apuração de ilícitos e responsabilização dos agentes provocadores, segue o padrão dos demais processos administrativos, apenas com peculiaridades que ora serão destrinchadas.

Divide-se em duas fases o procedimento ordinário padrão:

1 – Inquérito administrativo

2 – Processo administrativo

A fonte normativa que estabelece as diretrizes básicas do inquérito e processo administrativo de competência da CVM é a resolução 454 do Bacen. Utilizar-se-á além desta, a fonte primária, a lei 6.385.

#### 4.2.3 Sujeitos do Processo Administrativo

Constituem sujeitos do processo administrativo todos aqueles que participam quer ativamente, quer secundariamente da marcha processual.

Ocupando o pólo passivo nós temos o acusado, cujos atos foram objeto de investigação no inquérito e se puníveis, se considerados ilícitos, serão julgados. O acusado, legitimado passivo no processo administrativo tanto pode ser um administrador ou acionista de companhia aberta, como intermediários e demais participantes do mercado de valores mobiliários, tal como exposto no rol previsto no artigo 1º da resolução 454 do Bacen. Poderá o acusado optar ao seu alvedrio pelo auxílio de um advogado, o que ocorre corriqueiramente.

---

<sup>49</sup> Ibid. p. 517

Do outro lado da relação temos o órgão investido da acusação, que como veremos, tanto pode ser a Comissão de Inquérito, como um superintendente, variando conforme a modalidade de procedimento a ser adotado.

Na posição de julgadores, temos na primeira instância o Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários, órgão este encarregado de conduzir o julgamento valorando as provas com sua livre convicção. Já na segunda instância, a recursal, temos o Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, que julgará o recurso pondo termo ao processo administrativo.

Por fim, na condição de sujeitos secundários do processo administrativo temos os Superintendentes. Estes atuarão de forma coadjuvante, apenas auxiliando os conselhos e quando chamados para tanto.

#### 4.2.4 Inquérito Administrativo e termo de compromisso

Consubstancia peça chave para o processo administrativo propriamente dito, o inquérito. É através deste que serão apuradas as práticas não eqüitativas por parte de agentes do mercado de valores mobiliários e as demais infrações administrativas. Saliente-se que o inquérito, comumente se caracteriza pela sua natureza sigilosa e o inquérito administrativo de competência da CVM tanto poderá o ser, na hipótese do §2º do artigo 9º da lei 6385, como não, caso do §3º, mesmo artigo e mesma lei, quando será público devido ao interesse geral exigir.

O inquérito administrativo ordinário será instaurado no advento da designação feita pela CVM de Comissão própria para este fim. A comissão de inquérito exercerá o múnus de conduzir o inquérito com eficiência e presteza, realizando toda a instrução, vale dizer, reunindo todos os elementos probatórios que indiquem ser este ou aquele agente, responsável pela prática vedada. Isto tudo a fim de que o inquérito balize a *mens* dos julgadores (colegiado da CVM), lhes fornecendo meios para que seja proferida uma decisão justa e escoreita. Terá a Comissão de Inquérito o prazo de 90 dias, consoante artigo 3º da resolução 454, para por termo aos seus trabalhos. Este prazo pode ser prorrogado pelo Colegiado, se necessário.

Note-se que de acordo com a resolução 454 do Bacen, artigo 4º , a sobredita Comissão de inquérito não é órgão obrigatório para o desenrolar do inquérito, podendo ser a sua constituição dispensada, quando os elementos de autoria e materialidade já forem satisfatórios, ocasião em que um Superintendente (outro sujeito do inquérito) oferecerá termo de acusação, submetendo-o a aprovação do Colegiado.

Terminado o inquérito e propendendo este pela responsabilização do acusado, aberto será o prazo para que este se defenda no prazo de 30 dias. Em sua defesa, oportunidade única, deverá o acusado providenciar os documentos e meios de prova que entender fundamentais para uma conseqüente absolvição. Sua defesa deverá ser por escrito, formalidade ínsita aos processos administrativos de maneira geral.

Deixando o acusado escoar o prazo sem manifestação sofrerá a grave sanção de ter como verdadeiros os fatos narrados no inquérito, uma espécie de revelia administrativa. Com um prazo dilatado, como o de 30 dias para a defesa e a livre produção de provas, restam mais do que acobertados os princípios do contraditório e da ampla defesa, inerentes ao processo administrativo de modo que o desleixo do acusado dá o suporte necessário para que a CVM aplique penalidades.

A defesa do acusado é o marco inicial da fase litigiosa do procedimento, formando conseqüentemente o processo administrativo.

A título complementar, vale lembrar que a instauração do processo administrativo pode ser evitada, sucedâneo do artigo 11, § 5º da lei 6385 que assim dispõe, estabelecendo o termo de compromisso:

Art. 11 - ....

§ 5º A Comissão de Valores Mobiliários poderá a seu exclusivo critério, se o interesse público permitir, suspender, em qualquer fase, o procedimento administrativo instaurado para a apuração de infrações da legislação do mercado de valores mobiliários, se o investigado ou acusado assinar termo de compromisso, obrigando-se a:

I – cessar a prática de atividades ou atos considerados ilícitos pela Comissão de Valores Mobiliários; e

II – corrigir as irregularidades apontadas, inclusive indenizando os prejuízos.

Este termo de compromisso, tem natureza jurídica de transação. Mediante este instrumento, a CVM, órgão acusador em última análise, deixa de prosseguir com o pro-

cesso administrativo sancionador, com a condição de que o acusado interrompa a prática da conduta delitiva e indenize eventuais danos causados<sup>50</sup>. Extrai-se da natureza jurídica do termo de compromisso, que este constitui título executivo extrajudicial. Desta forma, pode a CVM (através de sua procuradoria especializada), no caso de descumprimento do termo de compromisso por parte do acusado, ajuizar a competente ação de execução fundada em título executivo extrajudicial.

#### 4.2.5 Procedimentos, julgamento e sanções

Findo o inquérito administrativo, instrumento que dará sustentáculo ao processo administrativo e ofertando o acusado sua defesa, como deixou-se claro no subitem anterior, considera-se iniciado o processo administrativo. O processo administrativo sancionador possui dois ritos, que nada mais representam que a exteriorização, o *modus faciendi* do mesmo. São eles o procedimento ordinário e o sumário.

O procedimento sumário se destina ao julgamento de infrações de natureza objetiva a que se comine penalidade de multa pecuniária até o máximo de R\$ 100.000,00 (cem mil reais). Entendem-se como infrações de natureza objetiva as infrações cuja verificação é imediata, não sendo exigida exaustiva dilação probatória, ou seja, infrações dotadas de menor potencial ofensivo<sup>51</sup>.

O procedimento ordinário por sua vez, adotando o critério de exclusão, é o cabível no julgamento das infrações que não tenham a pecha de objetivas. É o procedimento padrão, no qual estão previstas todas as fases necessárias à extensa dilação probatória. É um procedimento mais demorado, devido principalmente à gravidade da infração a que se destina julgar e à conseqüente e necessária dilação probatória.

Seguindo em frente, o processo administrativo sancionador será conduzido durante toda a primeira instância administrativa e posteriormente julgado, pelo Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários. De acordo com o artigo 10 da resolução 454, o colegiado será assessorado pelo Superintendente Jurídico e Superintendente afim ao mérito do processo.

---

<sup>50</sup> Eizirik, Nelson, Ariadna B. Gaal, Flávia Parente e Marcus de Freitas Henriques. Op. cit. págs. 333 e 334.

<sup>51</sup> Carvalhosa, Modesto e Eizirik, Nelson. Op. cit. p. 508.

O julgamento assim como o inquérito deverá obedecer prazo de acordo com o artigo 11. O processo será julgado dentro de 60 dias contados do recebimento da defesa do acusado.

No que tange ao formato da decisão do colegiado, nota-se que consoante o ato administrativo supracitado, esta se assemelha ao formato da sentença eis que possuirá em seu teor um relatório, resumindo o processo, bem como fundamentos (motivação) e uma conclusão que poderá ser: favorável ao acusado, o absolvendo das penalidades pretendidas, ou desfavorável, quando o Colegiado aplicará uma ou algumas das penalidades previstas no artigo 11 da lei 6385.

As sanções poderão ser de duas naturezas. A primeira, de cunho patrimonial ou repressivo propriamente dito engloba as sanções de advertência e multa, afetando no caso da advertência a reputação do acusado e no caso da multa seu bolso. As demais sanções previstas no artigo 11 são sanções de impedimento, que freiam a atuação do acusado, atacando a liberdade profissional, estabelecendo restrições ao exercício de suas atividades laborais. Estão previstas a suspensão do exercício de seu cargo, a inabilitação para o exercício do cargo por até 20 anos, suspensão ou cassação de autorização ou registro para prática de atividades previstas na lei 6385, proibição temporária de 20 anos para a prática de determinados atos no mercado e proibição temporária de 10 anos para atuar direta ou indiretamente de operações no mercado. Estas sanções de impedimento serão aplicadas apenas para efeitos de infração grave

A multa cominada será aplicada de acordo com a gravidade do ilícito, mas não poderá jamais ultrapassar, salvo em casos de reincidência, os parâmetros fixados na lei em seu artigo 11, § 1º que são:

- I – R\$ 500.000,00 (quinhentos mil reais);
- II – cinquenta por cento do valor de emissão ou operação irregular; ou
- III – três vezes o montante da vantagem econômica obtida ou da perda evitada em decorrência do ilícito.

Da decisão que encerra o processo administrativo aplicando a pertinente sanção, ou absolvendo o acusado, caberá recurso no prazo de 30 dias para o Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. Este recurso será recebido no efeito suspensivo. Com o julgamento do recurso pelo chamado conselhinho, encerra-se a fase

de conhecimento do processo administrativo e passa-se à fase executória do mesmo. Aplicada a multa, caso o agente do ilícito não a cumpra, caberá à CVM por intermédio de sua procuradoria jurídica executá-la, pelo mesmo trâmite legal dado a execuções movidas pela Fazenda Pública.

Enfim encerrado o processo, cumpre averiguar a existência de ilícito penal ou ilícito que atinja interesses coletivos. Em caso positivo, deverá a autoridade remeter imediatamente os autos ao Ministério Público para que este tome as medidas legais e de sua competência que podem se resumir na prefalada ação civil pública, na ação penal pública, ou até mesmo nas duas cumulativamente.

### **4.3 Da responsabilização penal**

Diante da oportunidade de estudar os meios de proteção do investidor contra os ilícitos mercadológicos, salientou-se sempre a presença de uma responsabilização penal, ao lado de uma civil e uma administrativa. Passa-se então, neste momento, ao detalhamento do último meio de proteção deste trabalho, a sanção penal.

A tipificação de crimes tais como os contra o mercado de capitais sempre foi algo polêmico na doutrina e profundamente atacado. O que se questiona é justamente a necessidade de uma punição tão rígida para ilícitos em que, a bem da verdade, a lesão ocasionada não justifica uma pena privativa de liberdade. A intervenção do direito penal é algo que só deve ocorrer em último caso (princípio da intervenção mínima) e quando a sanção civil ou administrativa não for suficiente (princípio da subsidiariedade). E no caso dos crimes contra o mercado de capitais, tipificados pela lei 10.303/01 (lei esta que reformou conjuntamente os diplomas legais 6.385 e 6.404), parece que as sanções civil e administrativa por si sós, já seriam suficientes, dando aos investidores a almejada sensação de proteção. Desta feita incumbe trazer à lume algumas das prefaladas críticas doutrinárias aos crimes contra o mercado de capitais:

Assim, legislação penal da espécie reflete uma “nova onda” punitiva, uma injustiça “politicamente correta”, a incorporar a idéia ingênua de que se poderia

corrigir as desigualdades do sistema mediante a utilização arbitrária e opressiva dos instrumentos de repressão penal contra os mais ricos<sup>52</sup>.

Finalmente, deve ser observado que a lei 10.303/01 previu penas privativas de liberdade, cumuladas com multa, quando já é consenso, na doutrina contemporânea do Direito Penal, que a prisão constitui uma realidade violenta, expressão de um sistema de justiça opressivo e desigual, devendo portanto ser utilizado o menos possível, como último recurso, no caso de delinqüentes perigosos, para os quais não haja outra solução.<sup>53</sup>

Estas críticas referendam o posicionamento pela intervenção mínima e subsidiariedade da tutela penal. Mais que isso, repugnam a opção do legislador de alçar delitos marcadamente administrativos à categoria de crime, ou seja, ação ou omissão típica, ilícita e culpável, com sanções muito mais severas.

A participação da CVM, nos casos de ilícitos penais é menos significativa. O encargo da autarquia é a mera comunicação ao Ministério Público (vez que tratam-se de delitos de ação pública incondicionada), em sede de processo administrativo sancionador, toda vez que se verificar a participação, ou sérios indícios de participação do agente em um dos crimes contra o mercado de capitais.

Apesar das críticas, e de considerar-se neste trabalho as tutelas civil e administrativa suficientes como meios de proteção do investidor, será dado o devido tratamento aos crimes mercadológicos, marcadamente às suas peculiaridades e seus aspectos penais.

#### 4.3.1 O crime de manipulação do mercado

A lei 6.385, assim caracteriza o crime de manipulação do mercado:

**Art. 27-C.** Realizar operações simuladas ou executar outras manobras fraudulentas, com a finalidade de alterar artificialmente o regular funcionamento dos mercados de valores mobiliários em bolsas de valores, de mercadorias e de futuros, no mercado de balcão ou no mercado de balcão organizado, com o

---

<sup>52</sup> Carvalhosa, Modesto e Eizirik, Nelson. Op. cit. p. 531.

<sup>53</sup> Ibid. p. 532.

fim de obter vantagem indevida ou lucro, para si ou para outrem, ou causar danos a terceiros;

O bem jurídico lesionado pelo delito de manipulação de mercado vem a ser a estabilidade do mercado de capitais. Mais especificamente como se verá, visa a norma a proteção da formação de preços dos valores mobiliários no mercado, evitando a sua alteração artificial. E se o bem jurídico afetado é a estabilidade do mercado de capitais, por via oblíqua também o é, o sentimento de segurança que os investidores têm no mercado. A proteção dos investidores então, mais uma vez é a *ratio legis* de um artigo.

O sujeito ativo do crime de manipulação de mercado é qualquer pessoa, ao contrário de seu parente do CP, o delito de falsa cotação, em que o crime é próprio. Neste, apenas o operador do mercado, ou o profissional que tenha acesso ao sistema de cotações pode ser autor do delito, enquanto naquele, qualquer pessoa um que realize a conduta típica prevista no artigo em comento. Já o sujeito passivo do delito de manipulação de mercado é num primeiro momento o Estado, titular do bem jurídico lesionado, e secundariamente, os investidores lesados com o delito.

Seguindo com a análise do delito de manipulação de mercado, tem-se que este tipo (tipo misto alternativo, por prever a realização de condutas alternativas), de redação confusa e imprecisa, engloba três ilícitos administrativos (a criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, a operação fraudulenta e a manipulação de preços), dando motivos de sobra para que se relembre a crítica anteriormente feita. Desnecessária a punição penal de ilícitos já punidos e com extrema eficácia na esfera administrativa. E mais, como lembra Modesto Carvalhosa<sup>54</sup>, o código penal pune conduta idêntica a uma das previstas neste artigo, ao falar em crime de falsa cotação (art. 177, § 1º, II). Por este motivo se questiona a existência e tipificação de um delito já previsto no CP, podendo inclusive, ocorrer eventual punição pelo mesmo delito, ferindo-se assim o princípio do *non bis in idem*.

O tipo objetivo constitui-se por condutas alternativas. Pode se manifestar o delito de manipulação de mercado mediante simulação, ou seja, através do artifício de se valer de operação aparentemente lícita, mas que na realidade esconde uma ilicitude para formar um mercado, violando o livre jogo da oferta e da procura. Pode ocorrer outrossim na modalidade de fraude, em que o agente induz os investidores a erro, mediante

---

<sup>54</sup> Carvalhosa, Modesto e Eizirik, Nelson. Op. cit. p. 534.



informações falsas divulgadas, alterando assim artificialmente a cotação dos valores, mexendo com o mercado de capitais. No que tange a situações concretas em que observa-se estas simulações ou fraudes tendentes a manipular o mercado, assim já professava Nelson Eizirik:

Há infindáveis hipóteses em que se caracteriza a manipulação, seja mediante simulação, seja mediante outras manobras fraudulentas, como por exemplo: o intermediário financeiro, que, recebendo uma ordem de compra de quantidade substancial de ações, adquire-as no mercado para depois vendê-las a seu cliente; o chamado *churning*, que ocorre quando o corretor, administrando em base discricionária a carteira de seu cliente, realiza grande volume de operações, unicamente para o fim de gerar corretagens; o *scalping*, prática mediante a qual um consultor de investimentos compra para si valores mobiliários, aconselha seus clientes a fazer o mesmo e depois vende-os por um preço superior; o *boiler room*, que se caracteriza pela utilização de processos de venda “agressiva”, sem levar em conta as necessidades dos clientes, com o fim de se criar uma aparente liquidez para os títulos<sup>55</sup>.

Quanto ao tipo subjetivo verifica-se que o crime de manipulação de mercado é punido somente a título de dolo. O dolo aqui, é constituído pela livre vontade, direcionada a um fim, qual seja, o de manipular o mercado, mediante uma conduta, seja ela a simulação, seja ela a fraude, alterando artificialmente o regular funcionamento do mercado. Atente-se que além do dolo direto, acima especificado, há o dolo específico. Assim: “o dolo específico, representado por um especial fim de agir, alterando artificialmente o mercado com o fim de obter vantagem indevida ou lucro, para si ou para outrem, ou causar dano a terceiros<sup>56</sup>”.

A consumação do delito de manipulação de mercado se opera quando presentes todos os elementos do tipo e em tratando-se de crime material ou de resultado, admite-se a tentativa quando o agente não consegue manipular o mercado por circunstâncias alheias a sua vontade.

O delito de manipulação de mercado tem pena de reclusão que varia de um a oito anos, cumulada com multa de até três vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime. Mais uma vez insiste-se nas críticas feitas tendo em vista o exagero da pena, mesmo com a ressalva feita pelo legislador de que a multa deverá

<sup>55</sup> Eizirik, Nelson, Ariadna B. Gaal, Flávia Parente e Marcus de Freitas Henriques. Op. cit. p. 514.

<sup>56</sup> Carvalhosa, Modesto e Eizirik, Nelson. Op. cit. p. 535.

ser proporcional ao dano ocasionado. O *sursis* penal é possível, devido a pena mínima cominada de um ano.

#### 4.3.2 O crime de uso indevido de informações privilegiadas

A lei 6.385 assim descreve o crime de uso indevido de informações privilegiadas:

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

O tipo penal previsto neste dispositivo nada mais representa que a criminalização do instituto do *insider trading*. O bem jurídico lesionado, assim como o do delito de manipulação de mercado é a estabilidade do mercado de capitais e secundariamente o sentimento de segurança que circunvolve os investidores ao negociarem no mercado secundário.

O sujeito ativo do delito em apreço, ao contrário do ilícito administrativo, é restrito. Trata-se de crime próprio. Na esfera administrativa pode ser punida qualquer pessoa que tenha conhecimento da informação, sabendo que é privilegiada e ainda não foi divulgada ao mercado. Na esfera penal, somente as pessoas que tem a obrigação de guardar sigilo a podem praticar<sup>57</sup>. O sujeito passivo é o mesmo que no delito de manipulação de mercado, sendo em um primeiro momento o mercado em si e secundariamente os investidores lesados.

O tipo objetivo é caracterizado pela conduta do *insider* de valendo-se de informações privilegiadas, sobre as quais tem o dever de *disclosure*, mantê-las em sigilo, para auferir vantagem com a compra e venda de valores mobiliários. O crime de uso indevido de informações privilegiadas caracteriza-se por uma omissão no antecedente, e uma ação no conseqüente. O agente diante da obrigação de agir, de respeito ao *disclosure*, mantém sigilo sobre a informação ou fato relevante no antecedente e no con-

---

<sup>57</sup> Ibid. p. 549.

sequente, vale-se da informação em benefício próprio. Quanto ao âmbito espacial que o delito atinge, lembra Nelson Eizirik que:

Diversamente do que ocorre no crime de manipulação do mercado, os dispositivos que incriminam o uso indevido de informação privilegiada podem ser aplicados não só no mercado secundário, como também no mercado primário e mesmo em transações privadas entre os investidores, que são aquelas realizadas sem a intermediação de instituição financeira<sup>58</sup>.

O tipo subjetivo por sua vez se consubstancia a título de dolo apenas, a exemplo do crime de manipulação de mercado, vez que não prevista a espécie culposa na lei. Há a presença de dolo específico também neste delito, representado pelo especial fim de obter vantagem indevida.

O crime de uso indevido de informações privilegiadas se consuma no momento em que o agente (*insider*) logra êxito, isto é, auferir a vantagem proibida, justamente com o uso das informações ou fato relevantes que obteve no normal desempenho de sua função. A tentativa é possível por exemplo, quando o agente mantendo sigilo sobre a informação não logra obter a vantagem indevida por circunstâncias alheias a sua vontade.

A pena do delito de uso indevido de informação privilegiada varia de um a cinco anos de reclusão, cumulada com multa de até três vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime. Cabível então o *sursis* penal, vez que a pena mínima cominada é de um ano.

---

<sup>58</sup> Eizirik, Nelson, Ariadna B. Gaal, Flávia Parente e Marcus de Freitas Henriques. Op. cit. p. 532.

## **5. CONCLUSÃO**

Esta monografia teve como desiderato a busca de uma análise completa e ao mesmo tempo integrativa, envolvendo os investidores, a CVM e os meios de proteção postos à disposição do primeiro no combate aos ilícitos civis, administrativos e penais no mercado de valores mobiliários.

Analisou-se a autarquia em seus aspectos relevantes e buscou-se a todo momento o enquadramento da mesma, dentro de seu exercício regulador e fiscalizante, como entidade encarregada de: dar ao investidor a segurança necessária para que o mesmo invista no mercado de valores mobiliários e desta maneira impulsione a economia nacional e, não sendo possível, que se buscasse através de uma punição exemplar, mediante meios adequados e proporcionais, o retorno do sentimento de segurança, quando violado por um ilícito mercadológico.

Fixou-se outrossim, que, mesmo sendo a principal encarregada na proteção dos investidores e na segurança do mercado de valores mobiliários, a CVM não atua em todas as frentes de proteção postas a disposição do investidor. Há casos em que a lei permite ao mesmo, (responsabilidade civil) ou mediante outro representante (Ministério Público na responsabilidade penal) a punição do agente pela prática do ato ilícito.

Agora respondendo às perguntas colocadas no início do trabalho, cumpre rememorar-las para logo a seguir respondê-las:

Seriam suficientes os meios de proteção postos a disposição do investidor, na sua defesa contra ilícitos mercadológicos?

Entende-se parcialmente que sim. A lei e as instruções normativas ao disporem acerca da ação civil indenizatória, do processo administrativo sancionador e os crimes contra o mercado de capitais, esgotaram as searas de responsabilidade, possibilitando aos investidores todos os meios possíveis, inclusive em excesso para que a segurança dos investidores atuantes no mercado de valores mobiliários fosse resguardada. Ocorre que há reparos a serem feitos.

Como visto, no caso da responsabilidade civil, *de lege ferenda*, o ideal seria que a CVM tivesse um papel mais participativo. No caso da tutela coletiva, a lei poderia estender à CVM a titularidade da ação civil pública, prevista na lei 7.913 como sendo de titularidade exclusiva do *parquet*. No caso da responsabilidade administrativa, nada a se acrescentar, pois a CVM atua com todos os instrumentos necessários e em sua função primária. Por fim, no caso da responsabilidade penal, repisa-se as críticas anteriormente feitas, no sentido de ser a mesma inadmissível, vez que os ilícitos mercadológicos não são de tal monta a se justificar a atuação da justiça criminal. A justiça criminal, tão exigida com ilícitos de gravidade e que provocam a ira da sociedade como um todo, com o advento da lei 10.303, passou a ter que se preocupar com ilícitos que são punidos com eficiência nas esferas administrativa e civil o que se entende desnecessário.

Seriam eficientes os meios de proteção postos à disposição do investidor?

A resposta a esta indagação é afirmativa como já adiantado no parágrafo anterior. A ação individual e a civil pública, são eficientes, como se denota na leitura dos respectivos tópicos neste trabalho e vêm sendo utilizadas com eficiência, tal como se percebe olhando a jurisprudência anexa ao presente estudo. Por sua vez, o processo ad-

ministrativo sancionador também é utilizado e com extrema eficácia. O processo penal, cumpre sempre lembrar, um excesso, apesar da dificuldade de aplicação, tende a obter outrossim um grau de eficácia, dentro daquilo que se busca, a proteção dos investidores contra novos ilícitos do agente.

## REFERÊNCIAS

Amendolara, Leslie. **Direito dos acionistas minoritários**. 2<sup>a</sup>. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2003.

Bulgarelli, Waldírio. **Regime jurídico da proteção às minorias nas S/A**. Rio de Janeiro: Renovar, 1998.

Campinho, Sérgio. **O direito de empresa à luz do novo código civil**. 6<sup>a</sup>. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2005.

Carvalhosa, Modesto e Eizirik, Nelson. **A nova lei das S/A**. São Paulo: Saraiva, 2002.

Comparato, Fábio Konder. **Ensaio e Pareceres de Direito Empresarial**. Rio de Janeiro: Forense, 1978.

Comparato, Fábio Konder e Calixto Salomão Filho. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**.4ª. ed. Rio de Janeiro:Forense, 2005.

Di Pietro, Maria Sylvia. **Direito Administrativo**.19ª. ed. São Paulo:Atlas, 2006.

Eizirik, Nelson, Ariadna B. Gaal, Flávia Parente e Marcus de Freitas Henriques.  **Mercado de Capitais – Regime Jurídico**. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.

Eizirik, Nelson. **Sociedades Anônimas: Jurisprudência**. Rio de Janeiro: Renovar, 2001.

Kümpel, Siegfried. **Direito do Mercado de Capitais**.Rio de Janeiro: Renovar, 2007.

Martins, Fran. **Curso de Direito Comercial**.30ª. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2006.

Moraes, Alexandre de. **Direito Constitucional**.16ª. ed. São Paulo: Atlas, 2004.

Papini, Roberto. **Sociedade Anônima e Mercado de Valores Mobiliários**.4ª. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2004.

Requião, Rubens. **Curso de Direito Comercial**.2º vol. 24ª. ed. São Paulo: Saraiva, 2006.

Tavares Borba, José Edwaldo. **Direito Societário**.10ª. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2007.

Ulhoa Coelho, Fábio. **Curso de Direito Comercial**.2º vol. 9ª. ed. São Paulo: Saraiva, 2006.

Vivante, Cesare. **Instituições de direito comercial**.2ª. ed. São Paulo: Minelli, 2007

Zaclis, Lionel. **Proteção coletiva dos investidores no mercado de capitais**.São Paulo: RT, 2007.

## **ANEXO A**

### **Decisões Administrativas extraídas do sítio da CVM**

INQUÉRITO ADMINISTRATIVO CVM Nº 26/00

Indiciados :

BH Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários Ltda.

Business Commodities Corretora Mercantil Ltda.

Fernando de Faria Resende

Ementa :

Criação de condições artificiais de demanda e manipulação de preços conceituadas, respectivamente, nas alíneas "a" e "b" do inciso II da Instrução CVM nº 08, de 1979, caracterizando, assim, infração ao inciso I dessa Instrução. Pena de multa.

Decisão :



Vistos, relatados e discutidos os autos, o Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários, com base na prova dos autos e na legislação aplicável, por maioria de votos, decidiu responsabilizar a BH Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários Ltda., a Business Commodities Corretora Mercantil Ltda. e o Sr. Fernando de Faria Resende por ocorrência de criação de condições artificiais de demanda e manipulação de preço - práticas vedadas pelo item I da Instrução CVM nº 08/89 -, em operações envolvendo ações de emissão da FIAÇÃO E TECELAGEM SÃO JOSÉ S.A. ocorridas em 1998, aplicando-lhes, individualmente, a pena de multa pecuniária no valor de R\$ 100.000,00 (cem mil reais)

#### PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR

CVM Nº SP2007/0117

Acusado:

Romano Ancelmo Fontana Filho

Ementa:

O administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios, sendo-lhe vedado a utilização de informação relevante ainda não divulgada.

É vedado ao administrador valer-se da informação relevante para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários. Inabilitação temporária.

Decisão:

Vistos, relatados e discutidos os autos, o Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários, com base na prova dos autos e na legislação aplicável, por unanimidade de votos, decidiu:

1) Preliminarmente, afastar a alegação da defesa de contestar a base constitucional do Decreto nº 3.995/01 e a não competência, ou atribuição legal, da CVM para aplicar sanções no presente caso com base em uma norma que a defesa sustenta ser inconstitucional.

2) No mérito, com fundamento no art. 11, inciso IV, da Lei nº 6.385/76, aplicar a pena de inabilitação temporária pelo prazo de cinco anos para o exercício do cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta ao acusado Romano Ancelmo Fontana Filho, por infração ao art. 155, § 1º, da Lei nº 6.404/76.

3) Determinar, em face da presença de indícios de prática de crime de ação penal pública, o envio de ofício ao Ministério Público comunicando o resultado da sessão de julgamento, em complemento ao OFÍCIO/CVM/SGE/Nº514/07, de 02 de julho de 2007, nos termos da Lei Complementar nº 105/01.

## ANEXO B

## Jurisprudências extraídas de sítios dos tribunais pátrios

Acordão	Origem: <b>TRIBUNAL - SEGUNDA REGIÃO</b> Classe: <b>AC - APELAÇÃO CIVEL</b> Processo: <b>9102131820</b> UF: <b>RJ</b> Órgão Julgador: <b>PRIMEIRA TURMA</b> Data da decisão: <b>19/04/1993</b> Documento: <b>TRF200016285</b>
Fonte	<b>DJ DATA:24/06/1993</b>
Relator(a)	<b>JUIZ CLELIO ERTHAL</b>
Decisão	<b>UNANIMIDADE, DESPROVIMENTO.</b>
Ementa	<b>ADMINISTRATIVO E COMERCIAL.INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA. ART. 155, PARAG. 1o. DA LEI Nr. 6.404/76. INSIDER TRADING.</b> - <b>TENDO A PARTE DESISTIDO DAS TESTEMUNHAS, NÃO PODE ALEGAR CERCEAMENTO DE DEFESA.</b> - <b>COMPROVADO QUE O ADMINISTRADOR DA EMPRESA UTILIZOU INFORMAÇÃO RELEVANTE, OBTIDA EM RAZÃO DO CARGO, PARA LOGRAR VANTAGEM NA AQUISIÇÃO E VENDA DE AÇÕES DA PROPRIA EMPRESA, CARACTERIZA-SE A FIGURA DO INIDER TRADING, COM VIOLAÇÃO DO DISPOSTO NO ARTIGO 155, PARAG. 1o. DA LEI Nr. 6.404/76.</b> - <b>RECURSO NÃO PROVIDO.</b>
Indexação	<b>BOLSA DE VALORES, INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA</b>
Data Publicação	<b>24/06/1993</b>
Referência Legislativa	<b>LEG-FED LEI-6404 ANO-1976 ART-155 PAR-1 CPC-73 CÓDIGO DE PROCESSO CIVIL LEG-FED LEI-5869 ANO-1973 ART-330</b>

**Apelação Cível Nº 65.531-1 – 5ª Câmara Cível – São Paulo**

**Ementa**

**Sociedade Comercial – Anônima – Capital Aberto – Transferência Do controle acionário – Ocorrência não comunicada oportunamente À Bolsa de Valores e à imprensa – Inadmissibilidade – Omissão de dever legal – Prejuízo aos acionistas minoritários, que efetuaram venda de ações por valor inferior ao da oferta pública – Indenização devida – Responsabilidade solidária dos administradores – Aplicação e inteligência do § 4º do art. 157 da lei 6.404/76.**

A inobservância do dever legal pelos administradores de sociedade anônima de capital aberto de divulgarem oportunamente a transferência do controle acionário da empresa gera responsabilidade solidária pelos danos causados a acionistas minoritários que negociavam suas ações por valor inferior ao da oferta pública.