

REPARAÇÃO DE DANOS NO ÂMBITO ADMINISTRATIVO DA COMISSÃO DE
VALORES MOBILIÁRIOS – CVM

MÁRIO LUIZ LEMOS

Monografia apresentada à
Coordenação do Curso de Pós-Graduação em
Regulação do Mercado de Capitais do
Instituto de Economia da Universidade
Federal do Rio de Janeiro - UFRJ

Orientador: Márcio Souza Guimarães – Promotor de Justiça do Estado do Rio
de Janeiro e Professor de Direito Empresarial da Pós-Graduação da Fundação Getúlio
Vargas - FGV

Rio de Janeiro - RJ

2005

REPARAÇÃO DE DANOS NO ÂMBITO ADMINISTRATIVO DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM

1 - Introdução

As mudanças que vêm acontecendo há longo tempo impõem uma reflexão sobre a atuação do Estado, no momento atual, uma vez que ele se utiliza de agentes reguladores, no sentido de suprir as demandas que se desenvolvem no cotidiano das relações jurídicas da moderna sociedade.

O presente trabalho objetiva destacar a importância do uso de instrumentos que visam à composição de conflitos de interesse, via reparação de danos, que ocorrem no âmbito administrativo da Comissão de Valores Mobiliários – CVM.

O estudo apresenta um breve histórico, que tem como marco inicial o Estado do século XVIII, culminando com a descentralização administrativa do Estado Moderno e Democrático.

Além disso, procura fazer uma reflexão sobre a importância da atuação das agências reguladoras na composição de conflitos de interesse de seus regulados, tendo como referencial técnico a legislação pertinente e também as posições defendidas por diversos autores, a exemplo de Alexandre Santos de Aragão, Diogo de Figueiredo Moreira Neto e Márcio Souza Guimarães, entre outros, que versam sobre a matéria.

Faz-se necessário, portanto, tecer comentários, ainda que superficiais, sobre o contexto administrativo, no caso brasileiro, em que se encontram as agências reguladoras, para melhor entendermos a atuação da CVM e a utilização, como já citado, de instrumentos que permitem o ressarcimento na esfera administrativa, em face de danos gerados por conduta ilícita no mercado de valores mobiliários.

Para tanto, este trabalho aborda a composição de conflitos pela CVM, focado em dois importantes instrumentos administrativos de reparação de danos – o Fundo de Garantia das bolsas de valores e o Termo de Compromisso da CVM.

Sintetizando, o trabalho procura desvelar as transformações que estão presentes na moderna administração pública, no sentido de alcançar soluções rápidas e eficientes de conflitos de interesse, no âmbito do mercado de valores mobiliários, pela CVM, para que o mercado possa sentir, cada vez mais, segurança para o investimento popular.

2 - Evolução Histórica

O Estado Liberal ou Estado Burguês, oitocentista, tinha como objetivo precípuo a liberdade do cidadão e a limitação do poder soberano do Rei. Para tal, implantou-se a divisão do poder do Estado, os três poderes – Executivo, Legislativo e Judiciário, outrora monolítico¹.

Posteriormente, com o surgimento do Estado Pluriclasse Contemporâneo e a configuração de uma sociedade cada vez mais complexa, adicionando-se a isso um número crescente de subsistemas, o Estado, objetivando não se distanciar da sociedade que se incumbem de regular, foi perdendo o caráter unitário oitocentista, criando órgãos especializados, a princípio, sob tutela quase absoluta da Administração Central².

Com o alargamento contínuo das tarefas do Estado, em face do número crescente de subsistemas, cada vez mais dinâmicos e especializados, houve a aceleração do processo fragmentário da administração pública, com a intensificação da criação de agências reguladoras, independentes, que têm como objetivo atender aos diversos interesses sociais, sempre norteadas pelos princípios da eficiência e economicidade administrativas.

¹ ARAGÃO, Alexandre Santos de, *Agências Reguladoras*. Rio de Janeiro: Forense, 2002.

² *Ibid*, 2002.

Tal fato vem sendo denominado pela doutrina como a “devolução dos poderes” (ARAGÃO, 2002:205). Por outro lado, cabe aqui asseverar que nenhum modelo administrativo é integralmente independente ou pluricêntrico, em detrimento de uma necessária, pelo menos até certo grau, centralização.

Na Constituição Brasileira, a descentralização administrativa está alicerçada na autonomia e profissionalização, vinculada também à eficiência e à economicidade administrativa.

Cabe aqui distinguir descentralização e desconcentração. A primeira seria a criação de pessoas jurídicas pelo Estado, e a segunda mera divisão entre órgãos de uma mesma pessoa jurídica³.

Entende-se, no entanto, que a descentralização deva ser considerada no sentido material, estando nela embutida uma administração independente, disposta de poderes decisórios regulamentares e individuais. Isso quer dizer que tem de haver autonomia e independência, conferindo um certo grau de liberdade de agir, independente de ser pessoa jurídica ou “pessoa jurídica fictícia” (ARAGÃO, 200: 213).

Em face disso, foram criadas entidades dotadas de amplos poderes normativos, com um corpo de titulares revestidos de prerrogativas necessárias à manutenção de sua impermeabilidade perante os interesses políticos transitórios e os interesses econômicos regulados.

3 - Agentes Reguladores

Uma administração pública moderna pluricêntrica, para cumprir suas funções e atender aos valores e princípios constitucionais, deve atuar de maneira coordenada e descentralizada, cabendo à administração central as funções de concepção, coordenação e

³ ARAGÃO, *op. cit.*, 2002.

controle, em benefício do agenciamento às estruturas mais ágeis e especializadas as quais seriam confiadas as responsabilidades de gestão.

Sob essa ótica, cabe aqui falar que, quando em um setor da economia ocorre uma situação de assimetria informacional e econômica dos consumidores em relação ao prestador de serviços, mister se faz a ingerência de uma entidade ou agente regulador para controlar e regular uma relação que se prolonga no tempo.

No Brasil, foram criados reguladores denominados agências reguladoras independentes que, segundo Alexandre Santos de Aragão (2002: 369), estão “baseadas em diretrizes gerais fixadas em lei e exercem grande variedade de poderes: normativos, propriamente ditos ou de natureza concreta; de solução de conflitos de interesses; investigativos; fomentadores e de fiscalização preventiva ou repressiva”.

As agências reguladoras, no caso brasileiro, foram criadas sob a forma de autarquias e fazem parte da Administração Pública indireta. Essa natureza jurídica tem por objetivo possibilitar a necessária independência do Poder Central no cumprimento de suas atividades precípuas. Quanto a esse aspecto, Marcos Juruena Villela Souto (2005: 244 e 245) é bastante esclarecedor:

“A regulação exercida por autoridade independente (denominação utilizada nas doutrinas francesa e italiana) atua com poderes típicos do Estado, limitando a atividade desenvolvida em regime de liberdade; daí a necessidade da personalidade jurídica de direito público, o que, aliado à autonomia para o desempenho dessa função justifica, no direito brasileiro, a adoção da forma autárquica como a ideal para a descentralização da regulação estatal”.

Nesse contexto, está inserida a CVM, com alto grau de independência em sua atuação, o qual lhe foi formalmente conferido por intermédio da Lei nº 6.385/76, extremamente aprimorado com as alterações da Lei nº 10.411/02, consolidando a autoridade administrativa independente da Autarquia, denotada, por exemplo, pelo mandato fixo e estabilidade de seus

dirigentes, autonomia financeira e orçamentária, poder normativo, conforme consta dos artigos 5º e 6º da referida Lei nº 6.385/76.⁴

Alguns autores, no entanto, não consideram que a CVM, em suas prerrogativas, supra as condições de agência reguladora, haja vista ter seus atos revisados pelo Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, no tocante à legislação societária, e pelo Ministro da Fazenda, no tocante à Lei 9.613/98 (“Lei de Lavagem de Dinheiro”). Entre eles, destaca-se Alexandre Santos de Aragão (2002: 303 e 304):

“Ao nosso ver, contudo, este importante reforço da autonomia orgânica da CVM não foi suficiente para transformá-la em agência reguladora independente, uma vez que a sua autonomia funcional continua comprometida pelo fato de contra as suas decisões sancionatórias permanecer cabível recurso administrativo externo para o Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, órgão integrante da estrutura do Ministério da Fazenda, (art. 11, § 4º, Lei nº 6.385/76) e, como visto no Item 8.1, apenas a conjunção da autonomia orgânica com a funcional caracteriza a independência ou autonomia reforçada própria das agências reguladoras independentes”.

⁴ “Artigo 5º É instituída a Comissão de Valores Mobiliários, entidade autárquica em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, com personalidade jurídica e patrimônio próprios, dotada de autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, e autonomia financeira e orçamentária. (Redação dada pela Lei nº 10.411, de 26.2.2002)

Artigo 6º A Comissão de Valores Mobiliários será administrada por um Presidente e quatro Diretores, nomeados pelo Presidente da República, depois de aprovados pelo Senado Federal, dentre pessoas de ilibada reputação e reconhecida competência em matéria de mercado de capitais. (Redação dada pela Lei nº 10.411, de 26.2.2002) (Regulamento)

§ 1º O mandato dos dirigentes da Comissão será de cinco anos, vedada a recondução, devendo ser renovado a cada ano um quinto dos membros do Colegiado. (Redação dada pela Lei nº 10.411, de 26.2.2002)

§ 2º Os dirigentes da Comissão somente perderão o mandato em virtude de renúncia, de condenação judicial transitada em julgado ou de processo administrativo disciplinar. (Redação dada pela Lei nº 10.411, de 26.2.2002)

§ 7º A Comissão funcionará como órgão de deliberação colegiada de acordo com o seu regimento interno, e no qual serão fixadas as atribuições do Presidente, dos Diretores e do Colegiado. (Redação dada pela Lei nº 10.411, de 26.2.2002)”.

Entretanto, o próprio Alexandre Santos de Aragão (2002: 369) argumenta que as características básicas das agências reguladoras:

“(...) não lhes é exclusiva, havendo muitos outros órgãos e entes públicos reguladores, não dotados de independência, que também exercem uma multiplicidade de funções a eles atribuídas pelo Legislador. Todavia, se o fenômeno não é exclusivo das agências reguladoras, é presente em todas elas, integrado como vista (cf. itens 1.3 e 102), o seu próprio conceito”.

Ademais, há vários autores que corroboram com a tese de que a CVM tem todas as características inerente às agências reguladoras, e como tal deve ser entendida, a exemplo de Arnold Wald (2002: 38), ex-presidente da CVM, que esclarece:

“Um quarto de século após sua criação a Comissão de Valores Mobiliários – CVM passa a ter um novo status em virtude da recente Lei nº 10.303, da Medida Provisória nº 8 e do Decreto nº 3.995, todos de 31.10.2001. Trata-se de uma verdadeira revolução para o mercado de capitais, atribuindo-se finalmente à CVM, de modo claro e formal, o papel que sempre teve de agência reguladora à qual se reconhece a condição de autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e a estabilidade de seus dirigentes, e a autonomia financeira e orçamentária”.

Também, Conrado Hübner Mendes (2001: 130) compartilha desta opinião:

“Desta exposição, e segundo os critérios por nós adotados, deflui, sem grandes dificuldades, que o Conselho Monetário Nacional e a Comissão de Valores Mobiliários são autoridades reguladoras, não se encaixando nesta categoria o Banco Central. Não há dúvidas de que o Banco Central regula diversas operações financeiras. Porém, não o consideramos uma agência reguladora, por não possuir uma característica peculiar dos entes recentemente criados e que proporcionaram toda essa onda de discussões: poder para produzir normas gerais e abstratas”.

Além daqueles, os renomados autores Modesto Carvalhosa e Nelson Eizirik (2002: 436) corroboram este entendimento em sua obra que versa sobre o assunto, enfatizando, inicialmente, ser a independência da CVM uma antiga demanda da sociedade:

“Percebe-se, após rápido histórico, que a questão referente à autonomia da CVM não constitui, entre nós, qualquer novidade, já tendo sido objeto de discussões quando da criação da CVM e por ocasião dos primeiros percalços que o órgão enfrentou ao tentar regular e fiscalizar a União, na condição de

acionista controlador de sociedades de economia mista com ações amplamente negociadas no mercado”.

E, assim, com a nova redação dada ao artigo 5º da Lei nº 6.385/76, pelo artigo 1º da Lei nº 10.411/2002, ratificam suas posições (CARVALHOSA e EIZIRIK, 2002: 441):

“Às agências reguladoras são atribuídos os poderes inerentes à regulação das atividades econômicas: de editar normas, de fiscalizar a sua aplicação; e de aplicar sanções administrativas no caso de infrações à lei ou aos regulamentos.

É inequívoco que a CVM, desde a sua criação, em 1976, constitui uma agência reguladora, pois foi datada, pela Lei nº 6.385/76, dos poderes de normatizar o mercado de valores mobiliários, de fiscalizá-lo permanentemente e de aplicar sanções administrativas aos infratores. Apenas não estava presente a característica de autonomia diante do Poder Executivo, que agora, atrabiliariamente, se lhe confere”.

Todavia, em face de essa discussão fugir ao escopo do tema em questão, não se deve entrar em tal controvérsia. O importante, aqui, é frisar, e com isso todos concordam, que a CVM, como autarquia incumbida de ser o regulador do mercado de valores mobiliários no Brasil, tem entre suas funções aquelas que são consideradas precípua em todas as agências reguladoras: a de estabelecer normas, de fiscalizar, de aplicar sanções e de compor conflitos. Além disso, possui elevado grau de independência, conforme atestam os artigos 5º e 6º da Lei nº 6.385/76.

Assim, serão dedicados, a seguir, itens específicos sobre as principais funções dos agentes reguladores, notadamente, no caso do Brasil, as agências reguladoras, com a inserção específica da CVM.

3.1 – Poder Normativo

A complexidade da sociedade e as particularidades das atividades a serem prestadas pelo Estado, ou por ele administradas, “inviabilizou o ideal liberal oitocentista” (ARAGÃO, 2002: 379). A princípio, em face da citada complexidade social, o legislador passou a editar normas específicas, objetivando suprir as demandas que a complexidade das relações sócio-econômicas requeriam (ARAGÃO, 2002: 379). Posteriormente, verificou-se que, em face da incompletude das leis, conjugada com a crescente necessidade de especialização, tais normas

também não atendiam às demandas requeridas, exigindo, assim, a especialização das fontes de direito e dos respectivos órgãos emanadores (ARAGÃO, 2002: 379). As leis passaram a ser mais genéricas e superficiais, abrindo espaços para os órgãos especializados, nos assuntos tecnicamente específicos e objetivos, normatizarem. As decisões administrativas, ao lado da lei parlamentar e das decisões judiciais, tornaram-se um dos instrumentos da regulação social ou de formulação de normas jurídicas, havendo aí uma desparlamentarização das normas.

Surgiu daí a necessidade da descentralização do poder normativo do Legislativo e do Executivo para órgãos ou entidades tecnicamente mais aparelhados, atribuições na realidade transferidas por lei e com base, no caso brasileiro, na própria Constituição Federal, do Chefe do Executivo para entidades autônomas da Administração Pública, a exemplo das agências. Neste ponto, Alexandre Santos de Aragão (2002: 380) é bem claro:

“A necessidade de descentralização normativa, principalmente de natureza técnica, é a razão de ser das entidades reguladoras independentes, ao que podemos acrescentar o fato de a competência normativa, abstrata ou concreta, integrar o próprio conceito de regulação”.

Também, em face da possibilidade de negociação junto aos agentes econômicos e sociais implicados, a complexidade técnica das matérias setoriais e das constantes mudanças econômicas e tecnológicas é que se alicerça o poder normativo das agências.

O entendimento atual é de que o poder normativo dos reguladores deverá ser balizado em leis, “standards” (ARAGÃO, 2002: 408, 411, 416 e 424) e de finalidades gerais, possibilitando aferir a legalidade e/ou a constitucionalidade dos regulamentos e haver, assim, um controle dos atos da Administração, em conformidade com o “Estado Democrático de Direito” (ARAGÃO, 2002: 40, 42, 46 e 54).

Em face do grande poder normativo das agências reguladoras, mormente na seara econômica, vem ganhando força doutrinária o instituto da “deslegalização” (ARAGÃO, 2002: 418 e 419), que consiste na retirada, pelo próprio legislador, de certas matérias do domínio da lei, passando-as ao regulamento. Essa transferência é dada pelo próprio legislador, que se utiliza de uma política legislativa pela qual transfere a uma outra sede normativa a regulação de determinada matéria, de caráter eminentemente técnico. Deve-se considerar que a “deslegalização” terá sempre de respeitar as matérias reservadas à lei.

As leis que instituem as agências reguladoras independentes, geralmente, conferem à Administração Central, por intermédio do Chefe do Poder Executivo, dos Ministros ou dos Conselhos Setoriais, competência para, na observância das normas legais, fixar políticas gerais dos setores por elas regulados. Assim, entende-se haver aí um controle do poder normativo e um limitador da independência das agências reguladoras.

Nesse sentido, Carvalhosa e Eizirik (2002: 441) discorrem com clareza:

“Os órgãos reguladores autônomos constituem entidades ligadas apenas formalmente ao Poder Executivo, porém subordinados, em sua atuação, apenas à lei, dotados de independência decisória e financeira, por meio dos quais o Estado intervém na atividade econômica para regular e fiscalizar determinados mercados”.

Adiante, Carvalhosa e Eizirik concluem (2002: 443):

“(...) conforme já observado doutrinariamente, a autonomia das agências reguladoras não significa que elas possam atuar como ‘Estados independentes’, uma vez que subsiste a supervisão administrativa por parte do Poder Executivo, que não abrange, porém, matérias de competência legal da agência”.

No que tange à legitimação democrática das agências reguladoras, em face dos amplos poderes que lhes são conferidos, basicamente de natureza normativa e em virtude da estabilidade temporária dos seus dirigentes, que não podem ser exonerados *ad nutum* pelos agentes legitimados democraticamente através de eleições, entende-se existir, aí, um *déficit* democrático.

É preciso considerar, em primeiro lugar, que as agências reguladoras são criadas e disciplinadas por legítima conjugação das prerrogativas legislativas dos titulares dos Poderes legitimados democrática e eleitoralmente (Chefe do Executivo e Poder Legislativo). Ademais, a lei atribuiu às agências a solução a uma série de interesses públicos e particulares, e a busca de uma série de finalidades, mesmo que para isso desfrute amplo poder discricionário.

As agências reguladoras, igualmente, possuem mecanismos de participação popular, pois as leis que as instituíram fixam a necessidade de realização de audiências e consultas públicas, que dão legitimidade às suas normas e contribuem para a melhoria de qualidade das

decisões administrativas, pois permitem à Administração uma visão mais aprimorada da configuração dos problemas e diferentes perspectivas de sua solução.

No caso específico da CVM, seus atos normativos são emanados por Instruções, Deliberações, Atos Declaratórios e Pareceres de Orientação. Cabe aqui destacar que a CVM, na expedição de seus atos normativos, excluindo os casos de extrema emergência, promove, previamente à sua edição, amplos debates com base em audiências e consultas públicas. Este é um procedimento tradicionalmente feito pela CVM, embora não exista norma que o regulamente, não sendo, portanto, uma prática impositiva.

Releva citar, por oportuno, que a CVM se utiliza amplamente de instrumental de auto-regulação em seu processo normativo. A auto-regulação é visível quando as normas estabelecem que as instituições devem desenvolver procedimento de conduta e de atuação, a exemplo das Instruções CVM n°s 301/99 e 387/03.

3.2 – Poder Fiscalizatório

Todos os agentes reguladores, notadamente aqueles que, no caso brasileiro, possuem as características inerentes às agências reguladoras independentes, têm, como já destacado anteriormente, em maior ou menor grau, competência fiscalizatória sobre seus regulados.

No caso específico da CVM, a fiscalização se dá por intermédio da supervisão, o que se pode chamar de fiscalização indireta, e também por intermédio de inspeções, a chamada fiscalização direta.

A fiscalização indireta, por intermédio da supervisão, também chamada de fiscalização à distância, dá-se com a utilização de sistemas de informática, com análise e filtros de bancos de dados ou acompanhamento *on line* de operações, notadamente aquelas cursadas em bolsa de valores ou de futuros (derivativos) ou, ainda, aquelas efetuadas no mercado de balcão organizado.

Já as inspeções ou fiscalizações diretas, como o próprio nome diz, são presenciais, realizadas no ambiente das entidades reguladas (intermediários, companhias abertas, entre outras), podendo ser preventivas ou repressivas.

Cabe aqui destacar que a CVM se utiliza também da estrutura de fiscalização dos chamados órgãos auto-reguladores do mercado de valores mobiliários, a exemplo das bolsas de valores e de futuros, que, conforme legislação em vigor, são obrigadas a comunicar à Autarquia as irregularidades detectadas, com base nas auditorias realizadas em seus associados.

3.3 – Poder Sancionador

Forçosamente, não é compreensível a existência de um órgão regulador que tenha o poder de fiscalizar e, ao mesmo tempo, não tenha o poder sancionador sobre seus administrados.

Dentro da ótica da especialização das atividades do Estado, implementada com a criação de agências reguladoras independentes, a capacidade de promover processos administrativos sancionadores e, até mesmo, atos de supervisão emergenciais sobre seus administrados é vista como um complemento inerente à atividade fiscalizatória, tornando-se, portanto, um importante instrumento de *enforcement*.

Alexandre Santos de Aragão (2002:317) é enfático sobre esta posição:

“Como decorrência da competência fiscalizatória, as agências reguladoras também aplicam as sanções decorrentes do descumprimento de preceitos legais, regulamentares ou contratuais pelos agentes econômicos regulados”.

No caso específico da CVM, ela possui a capacidade legal, com base na Lei nº 6.385/76, de promover processos administrativos sancionadores, objetivando apenas aqueles administrados que descumpram normas, as quais lhes são impostas no âmbito do mercado de valores mobiliários.

Há dois tipos de ritos no âmbito administrativo da CVM: o processo sancionador de rito sumário e o de rito ordinário. O de rito sumário é aquele que objetiva promover sanção em decorrência de infrações objetivas listadas na Instrução CVM nº 251/96, no que se refere àquelas infrações que têm base em lei ou normas societárias, e na Instrução CVM nº 335/00, no que tange àquelas infrações que têm por base a Lei nº 9.613/98, “lavagem de dinheiro”. Já o processo sancionador de rito ordinário diz respeito às demais infrações, não elencadas nas Instruções CVM retromencionadas.

A CVM tem também o poder de promover atos de supervisão, a exemplo do *stop order*, que objetiva estancar o exercício de atividade irregular no mercado de valores mobiliários.

Releva citar, por oportuno, que a CVM tem, quando cumpridos os requisitos legais necessários, a prerrogativa de promover acordo substitutivo, o Termo de Compromisso, entendido como uma flexibilidade no exercício do poder sancionador e, também, como um importante instrumento na composição de conflitos entre os administrados, tema tratado no item seguinte.

3.4 – Poder de Composição de Conflitos

Os reguladores, como já dito anteriormente, são agentes especializados que atuam em subsistemas com o objetivo precípuo de evitar possíveis distorções nas relações entre as partes. Nesse contexto, é que pode ser entendida a necessidade de flexibilidade e de consensualidade em suas ações, desde a edição de normas até o tratamento dado na mediação e solução de conflitos, sempre objetivando a eficiência e a economicidade administrativas. Sobre isso, Alexandre Santos de Aragão (2002: 320) é enfático.

“As agências reguladoras independentes são a sede por excelência da manifestação do processo de consensualização e flexibilidade pelos quais vem passando o Direito Administrativo contemporâneo”.

Tal posição é corroborada por Marcos Juruena Villela Souto (2005: 245), quando afirma que as agências reguladoras foram “criadas por lei para o exercício da autoridade

inerente à função de intervir na liberdade privada por meio da ponderação entre interesses em tensão”.

Obviamente, a solução de conflitos tradicionalmente está vinculada ao Poder Judiciário, no entanto, ela pode ocorrer extrajudicialmente, utilizando-se da consensualidade, com o estabelecimento de pacto entre as partes. Além disso, a solução de conflitos pode ser também estabelecida, na esfera administrativa, utilizando-se do poder julgador do regulador.

No entanto, o Direito Administrativo contemporâneo tem se direcionado, justamente com base na flexibilidade e na consensualidade, a encontrar a solução de controvérsia entre seus administrados na utilização de pacto, os chamados acordos substitutivos. Também sobre esse aspecto, destacam-se as citações de Alexandre Santos de Aragão (2002: 111):

“Assim, o Direito Administrativo Sancionador tem se revelado cada vez mais afeto a substitutivos consensuais de aplicação de penalidades administrativas”.

Tal tipo de procedimento tem trazido eficiência ao sistema regulatório em atingir seus objetivos precípuos que são os de estabelecer o equilíbrio e a credibilidade entre os participantes da atividade regulada, imprimindo a velocidade necessária à solução de conflitos de interesses e abrindo uma nova alternativa à habitualmente morosa via contenciosa. Sobre esse tema, Márcio Souza Guimarães (2003: 13) é categórico em afirmar que “os acordos substitutivos terão por objetivo o alcance da resolução”, pelo Estado, “das atividades desenvolvidas pelo particular com enorme ganho efetivo para o sistema regulatório”.

Tal posição é ainda embasada por Diogo de Figueiredo Moreira Neto (2000: 81) quando da citação, no que tange aos acordos substitutivos:

“(...) possibilidade de admissão dos administrados e de terceiros ao debate e negociação, abrindo espaço jurídico ao ajuste de interesses entre Administração e administrados é uma nova alternativa à via contenciosa”.

Exatamente na ótica da mediação e solução de conflitos no âmbito administrativo da CVM é que serão examinados, no item a seguir, dois instrumentos: o Fundo de Garantia das bolsas de valores e os Termos de Compromisso da CVM.

Todavia, antes de comentar as possibilidades de solução de conflitos de interesse pela CVM, por intermédio do ressarcimento, deve-se discorrer, ainda que brevemente, sobre os tipos de interesses que envolvem as relações jurídicas em uma sociedade moderna pluricêntrica. Sob esse prisma, tem-se que os interesses podem ser classificados como individual, público e transindividual.

O interesse individual é o interesse privado ao qual está atrelada a questão do prejuízo e da utilidade, conforme bem explicita Márcio Souza Guimarães (2003: 9) quando diz que o “... conceito de direito individual sempre esteve presente no campo jurídico atrelado a uma visão privatística”. O autor conclui seu entendimento com a seguinte citação (2003: 9):

“A aferição de um direito individual como leciona Rodolfo de Camargo, consiste em examiná-lo sob os ângulos do ‘prejuízo’ e da ‘utilidade’: um acidente automobilístico do qual só resultem danos materiais gerará interesses materiais (ao ressarcimento, ao recebimento do seguro); as situações só podem resultar benefício para as partes implicadas (por exemplo, um ato de liberalidade) geram interesses individuais, porque a utilidade do evento se esgota na esfera da atuação dos participantes”.

Em contrapartida ao interesse individual, está o interesse coletivo ou público, que se vincula diretamente ao bem-estar geral ou social. Ao interesse público estão associados o interesse público primário e o interesse público secundário. O primeiro objetiva o bem-estar geral e o outro caracteriza-se por objetivar satisfazer o interesse diretamente vinculado à administração.

Releva citar, por oportuno, que o interesse público precípua da atividade regulatória do Estado é o interesse público primário, a razão da existência dos órgãos reguladores, tese corroborada por Márcio Souza Guimarães (2003: 10);

“A função regulatória tem por objetivo principal o alcance do interesse público primário e não o interesse da administração, ressaltando que secundariamente deverá auxiliar na implantação de políticas públicas – apenas como executor – resguardando sua característica técnica”.

O interesse transindividual é consequência direta do surgimento do Estado Pluriclasse Contemporâneo ou Estado Social de Direito. Objetiva alcançar o interesse de várias pessoas em um subsistema, que, muitas vezes, não são plenamente identificadas, podendo, o interesse

ser difuso. Márcio Souza Guimarães (2003: 12) caracteriza com excelência tal interesse transindividual:

“Os denominados interesses transindividuais estão posicionados entre o público e o privado, na categoria dos interesses sociais, consoante o fenômeno da descentralização social, em que a sociedade de massa passa a influenciar na gestão estatal – é a denominada gestão participativa”.

4 - Ressarcimento no Âmbito Administrativo da CVM

A partir deste ponto é apresentada a base normativa e como se procede à reparação de danos no âmbito administrativo da CVM. Para isso, são analisados, como já asseverado, dois instrumentos: um é o Fundo de Garantia das bolsas de valores, e o outro, é o Termo de Compromisso da CVM.

O Fundo de Garantia instituído no âmbito das bolsas de valores tem como objetivo o ressarcimento a lesados pela atuação irregular de prepostos das sociedades membros, as quais são associadas, eis que as bolsas de valores têm natureza jurídica de uma associação. Em um contexto de auto-regulação, a análise e o julgamento do pleito de reparação são feitos em primeira instância pela bolsa de valores, cuja sociedade membro tenha sido apontada como responsável pela irregularidade e, em segunda e última instância administrativa, pela CVM.

O Termo de Compromisso da CVM é um acordo substitutivo que não pode prescindir do ressarcimento aos lesados, quando houver, como uma das condições para sua celebração.

No entanto, além de ser analisado o ressarcimento na esfera administrativa, no âmbito da CVM, devem-se tecer alguns comentários sobre a possibilidade de ressarcimento a investidores do mercado de valores mobiliários, utilizando-se de ação civil pública, o que também é visto mais adiante em tópico específico.

4.1 - Fundo de Garantia

Os Fundos de Garantia das bolsas de valores têm base legal na Resolução nº 2.690, do Conselho Monetário Nacional, de 28 de janeiro de 2000, em seu Regulamento Anexo, mais precisamente no Capítulo V, que compreende os artigos 40 ao 59, com as alterações que constam da Resolução CMN nº 2.774, de 30 de agosto de 2000.

Cada bolsa de valores tem por obrigação formar e manter um Fundo de Garantia objetivando, exclusivamente, ressarcir até o limite de seu patrimônio, os clientes das corretoras membros por prejuízos decorrentes de atividades das próprias corretoras e atos de seus prepostos no mercado de valores mobiliários, os quais estão elencados no artigo 40 do Regulamento Anexo da Resolução CMN nº 2.690/00, com as alterações dadas pela citada Resolução CMN nº 2.774/00⁵.

Esse tipo de ressarcimento, promovido administrativamente, no âmbito do mercado de valores mobiliários, é amplamente utilizado, quando da ocorrência de demandas, e é de suma importância no sentido de dar a tal mercado credibilidade e também segurança aos investidores.

A reclamação do investidor lesado deverá ser encaminhada ao Fundo de Garantia no prazo de seis meses a partir da ação ou omissão que tenha causado o prejuízo ou do mesmo prazo a partir da data de conhecimento, pelo comitente, do prejuízo experimentado⁶. Tal

⁵ "Art. 40. As bolsas de valores devem manter Fundo de Garantia, com finalidade exclusiva de assegurar aos investidores do mercado de valores mobiliários, até o limite do Fundo, ressarcimento de prejuízos decorrentes da atuação de administradores, empregados ou prepostos de sociedade membro ou permissionária, em relação à intermediação de negociações realizadas em bolsa e aos serviços de custódia, especialmente nas seguintes hipóteses:

- I - inexecução ou infiel execução de ordens;
- II - uso inadequado de numerário, de títulos ou de valores mobiliários, inclusive em relação a operações de financiamento ou de empréstimos de ações para a compra ou venda em bolsa (conta margem);
- III - entrega ao investidor de títulos ou valores mobiliários ilegítimos ou de circulação proibida;
- IV - inautenticidade de endosso em título ou em valor mobiliário ou ilegitimidade de procuração ou documento necessário à transferência dos mesmos;
- V - decretação de liquidação extrajudicial pelo Banco Central do Brasil; e
- VI - encerramento das atividades.

Parágrafo único. A negociação com os títulos mencionados no art. 33 deste Regulamento em recinto ou sistema de bolsa de valores não se encontra abarcada pelo disposto neste artigo."

⁶ Artigo 41, parágrafos 1 e 2, do Regulamento anexo da Resolução CMN nº 2.690/00.

encaminhamento deverá ser feito ao Fundo de Garantia da bolsa de valores cuja corretora membro tenha ocasionado prejuízo ao comitente.

A partir da data do recebimento pelo Fundo, cabe à Comissão Especial do Fundo de Garantia, no prazo de noventa dias, sumariamente promover a análise do pleito e, com o fim do prazo, encaminhar relatório conclusivo ao Conselho de Administração da bolsa, que terá, a partir daí, quinze dias para deliberar⁷.

A decisão do Conselho de Administração terá de ser comunicada imediatamente ao reclamante e à sociedade corretora membro. Em caso de provimento, a decisão deverá conter o prazo para ressarcimento, respeitando o limite de três dias úteis para ressarcimento em numerário e quinze dias úteis para reposição em títulos ou em valores mobiliários⁸. Esse pagamento deverá respeitar o prazo limite de recurso suspensivo da CVM, que é de dez dias corridos⁹.

Em caso de o Conselho de Administração denegar o pleito do reclamante, a decisão deverá ser submetida à CVM no prazo de dez dias. Tal procedimento não impede o reclamante de promover seu próprio recurso à CVM, também no prazo de dez dias corridos a partir da data em que for comunicado da decisão da bolsa de valores. Cabe aqui esclarecer que às partes sempre caberá recurso suspensivo à CVM, no prazo de dez dias corridos a partir da decisão do Conselho de Administração¹⁰.

Já a CVM, a partir do recebimento do recurso, terá noventa dias corridos para exarar sua decisão. Tal decisão é proferida pelo Colegiado da Autarquia e é na esfera administrativa que será proferida a decisão final, cabendo, a partir daí, recurso somente na esfera judicial, a exemplo do que pode ocorrer com qualquer outra decisão administrativa. O pagamento, a partir da decisão e comunicação pela CVM, obedece aos prazos já citados anteriormente, ou

⁷ Artigo 45 do Regulamento anexo da Resolução CMN nº 2.690/00.

⁸ Artigo 47 do Regulamento anexo da Resolução CMN nº 2.690/00.

⁹ Artigo 46 do Regulamento anexo da Resolução CMN nº 2.690/00.

¹⁰ Parágrafo 2º do artigo 45 do Regulamento anexo da Resolução CMN nº 2.690/00.

seja, três dias úteis para numerários e quinze dias úteis para ressarcimento em títulos ou valores mobiliários¹¹.

Releva citar que a quantidade dos recursos das reclamações aos Fundos de Garantia das bolsas de valores feitos à CVM vêm nos últimos anos, declinando, conforme se pode constatar no Quadro 1, a seguir:

Quadro 1 – Recursos de Fundo de Garantia

Ano	Quantidade
2002	29
2003	23
2004	18

Fonte: CVM / SMI (Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários)

Não há opinião consolidada em números ou estudo técnico que explique a queda na quantidade de recursos feitos à CVM nos últimos anos. Em contato verbal com técnicos da área específica da CVM que trata deste assunto – a Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários (SMI) -, verificou-se a inexistência de qualquer informação técnica que justifique a queda na quantidade de recursos feitos ao Regulador.

No entanto, há especulações a respeito, que podem, de certa forma, explicar tal redução. Uma delas é a utilização pelos investidores, principalmente pessoas naturais, de uma nova modalidade operacional, o *home broker*, que permite que o investidor acompanhe eletronicamente, pela *Internet*, suas operações até a conclusão. A outra é a intensificação da divulgação das normas operacionais junto ao público investidor pela CVM.

Ainda no que tange ao Fundo de Garantia, outro aspecto a ser comentado é o uso da esfera judicial como recurso, com o fito de não atendimento às decisões finais proferidas pela CVM na esfera administrativa, como pode ocorrer com todas as decisões tomadas pelo Regulador em seu âmbito de atuação.

¹¹ Artigo 47 do Regulamento anexo da Resolução CMN nº 2.690/00.

Cabe, também, esclarecer que o ressarcimento efetuado pelo Fundo de Garantia não impede e nem suspende a ação sancionadora da CVM no tocante à ilicitude praticada, no âmbito da sociedade membro, que terá processo administrativo com curso independente. Não há normas legais, diferentemente daquelas que regem o Termo de Compromisso, que autorizem a CVM a estancar o Processo Administrativo Sancionador, que trata das ilicitudes que geram o ressarcimento com a utilização do Fundo de Garantia.

4.2 - Termo de Compromisso

O Termo de Compromisso da CVM objetiva solucionar conflitos de interesses transindividuais, no âmbito de valores mobiliários, e sua base legal está consubstanciada na Lei nº 6.385/76, em seu artigo 11, parágrafo 5º, com as alterações sofridas até 2002¹².

Conforme o item II do referido parágrafo 5º, é condição básica para celebração do Termo de Compromisso a indenização de prejuízos ao lesado. Cabe aqui esclarecer que o Colegiado tem considerado a indenização um fator preponderante na celebração do Termo de Compromisso. Isso pode ser exemplificado pelo voto da Diretora Norma Jonsen Parente, quanto à proposta do Termo de Compromisso pelos acionistas controladores e administradores das Lojas Arapuã em face do Processo Sancionador CVM Inquérito Administrativo nº 31/2000 (www.cvm.gov.br):

“No caso, fica evidente que a proposta de transferência de créditos para a Arapuã Serviços de R\$169.628.568,16, mesmo com a adição das transferências já efetuadas, está muito aquém dos valores do mútuo, o que se pode entender que com isso os prejuízos causados às Lojas Arapuã não estariam sendo totalmente indenizados e, por conseqüência, não estaria sendo atendido o previsto no inciso II do parágrafo 5º do artigo 11 da Lei nº 6.385/76 acima transcrito”.

¹² “§ 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.”

Outrossim, é importante frisar que a indenização mencionada no retromencionado item II, do parágrafo 5º, do artigo 11, da Lei nº 6.385/76 não se refere somente aos participantes do mercado de valores mobiliários. O Colegiado tem o entendimento de que o ressarcimento pode ser feito também das despesas empreendidas pelo próprio Regulador, ou seja, a CVM. Tais despesas decorrem da implementação de investigações adicionais e procedimentos administrativos provocados pelo administrado.

Nesse contexto, o Termo de Compromisso pode, além do ressarcimento à CVM, conter procedimentos de divulgação e orientação aos investidores, entre outras providências genéricas, a exemplo do firmado com a Cia. Vale do Rio Doce, no curso do Processo Administrativo Sancionador CVM - Inquérito Administrativo Nº 02/2001 (www.cvm.gov.br):

“1. Os COMPROMITENTES assumem as seguintes obrigações:

a) pagar à CVM a importância de R\$ 50.000,00 (cinquenta mil reais), a título de ressarcimento por despesas administrativas incorridas no curso deste Inquérito Administrativo;

b) doar, a título de contribuição voluntária, o montante total de R\$ 50.000,00 (cinquenta mil reais) ao Programa "FOME ZERO", do Governo Federal, sendo que o referido depósito será efetuado no prazo de 30 dias a contar da publicação no Diário Oficial da União deste Termo de Compromisso, na conta corrente nº 0647-5.006.2003-3, da Caixa Econômica Federal;

c) providenciar a edição e publicação de material de cunho educativo para os investidores, com a finalidade de intensificar as orientações a respeito do assunto, no qual serão explicitados os direitos dos acionistas minoritários, na forma da legislação em vigor, sob a forma de cartilha, para distribuição a ser feita pela CVM, num total de 2.500 unidades. Sendo que a minuta desse material será submetida à apreciação da CVM durante o processo de elaboração e antes de sua publicação e distribuição; e

d) ceder à CVM, no ato de assinatura deste Termo de Compromisso, os direitos autorais referentes ao aludido material, para que deles se utilize da maneira que entender conveniente, inclusive disponibilizando-o em seu endereço na Internet ou efetuando a publicação de novos exemplares”.

Nesse ponto, é importante destacar alguns aspectos inerentes ao Termo de Compromisso. O primeiro deles é que a celebração do Termo por parte das pessoas

investigadas não implica que estas estejam assumindo a culpa por suas condutas ou de outrem. Quanto a isso, o parágrafo 6º do artigo 11 da Lei nº 6.385/76 é claro¹³.

No tocante ao ressarcimento, outro aspecto importante do Termo de Compromisso - que se constitui em eficaz instrumento de *enforcement* da CVM - é que as obrigações assumidas constituem um título executivo extrajudicial, conforme parágrafo 7º do artigo 11 da Lei nº 6.385/76¹⁴.

Também, outro aspecto importante, em face do descumprimento do Termo de Compromisso, é que a CVM dará continuidade aos procedimentos administrativos anteriormente suspensos, com a aplicação das punições administrativas cabíveis (parágrafo 8º artigo 11 da Lei nº 6.385/76).

Finalmente, cabe aqui destacar o alto grau discricionário do Colegiado da CVM, no tocante à aceitação da proposta do Termo de Compromisso por parte do investigado. Tal poder discricionário está claro não só no parágrafo 5º do artigo 11 da Lei nº 6.385/76, como também no artigo 9º da Deliberação CVM nº 390/2001¹⁵.

No tocante à utilização do Termo de Compromisso pela CVM, tem-se que, desde a vigência legal do instrumento - junho de 1997 até março de 2005 -, a Autarquia firmou 32 (trinta e dois) Termos de Compromisso (www.cvm.gov.br). Deles apenas dois não foram cumpridos e ensejaram a continuidade dos respectivos Processos Administrativos Sancionadores. Tal situação vem demonstrar que a utilização desse instrumento de solução de conflito de interesses é eficiente.

¹³ “§ 6º - O compromisso a que se refere o parágrafo anterior...” quer dizer o Termo de Compromisso “não importará confissão quanto à matéria de fato, nem reconhecimento da ilicitude da conduta analisada”.

¹⁴ “§ 7º O Termo de Compromisso deverá ser publicado no Diário Oficial da União, discriminando prazo para cumprimento das obrigações eventualmente assumidas, e constituirá título executivo extrajudicial”.

¹⁵ “Artigo 9º A proposta de celebração do Termo de Compromisso será submetida à deliberação do Colegiado, que considerará, no seu exame, a oportunidade e a conveniência na celebração do compromisso, a natureza e a gravidade das infrações objeto do processo, os antecedentes dos acusados e a efetiva possibilidade de punição, no caso concreto”.

Essa constatação reforça a posição já firmada por Márcio Souza Guimarães (2003: 12 e 13) quanto à eficiência dos acordos substitutivos na solução de conflito de interesses transindividuais:

“Como é de fácil aferição, o Poder Judiciário há muito não se presta ao objetivo colimado em sua origem-composição da lide; ao revés é mecanismo de acirramento de ânimos, ou será que a decisão judicial é respeitada? Alguém cumpre voluntariamente o decisum emanado seja de quem for (juízo de primeiro grau, segundo grau ou até mesmo instâncias superiores)? Parece que não. Os recursos são utilizados até o último instante, denotando a insatisfação do jurisdicionado com a “realização da justiça”. É exatamente nesse sentido que surge, a denominada por Mauro Capelletti, terceira onda renovatória processual – valorização dos meio paraestatais de composição de conflitos. Seja através do deferimento às partes contendoras a solução da controvérsia, seja através do conferimento da solução a terceiros. A tendência natural das partes é a do acolhimento do pacto firmado (acordo substitutivo)”.

4.3 – Lei nº 7.913/89

A CVM pode também se utilizar da via judiciária, como dito anteriormente, para ressarcir lesados no âmbito do mercado de valores mobiliários, com o intento de ação civil pública. A base legal para esse tipo de ação, que tem curso na esfera judicial, está na Lei nº 7.913, de 07 de dezembro de 1989, conforme preconiza em seu artigo 1º¹⁶.

Entretanto, pelo que se tem conhecimento, o uso, por parte da CVM, de tal instrumento é bastante reduzido. Não há uma estatística oficial, mas o Regulador, desde a vigência da referida Lei nº 7.913/89, não deve ter participado como pólo ativo em ação civil pública que visa à reparação de danos causados ao mercado de valores mobiliários e aos investidores, de mais de três casos.

¹⁶ “Artigo 1º Sem prejuízo da ação de indenização do prejudicado, o Ministério Público, de ofício ou por solicitação da Comissão de Valores Mobiliários - CVM, adotará as medidas judiciais necessárias para evitar prejuízos ou obter ressarcimento de danos causados aos titulares de valores mobiliários e aos investidores do mercado, especialmente quando decorrerem de:

I - operação fraudulenta, prática não equitativa, manipulação de preços ou criação de condições artificiais de procura, oferta ou preço de valores mobiliários;

II - compra ou venda de valores mobiliários, por parte dos administradores e acionistas controladores de companhia aberta, utilizando-se de informação relevante, ainda não divulgada para conhecimento do mercado, ou a mesma operação realizada por quem a detenha em razão de sua profissão ou função, ou por quem quer que a tenha obtido por intermédio dessas pessoas;

III - omissão de informação relevante por parte de quem estava obrigado a divulgá-la, bem como sua prestação de forma incompleta, falsa ou tendenciosa”.

Não há, ao que tudo indica, uma explicação para a timidez do Regulador nesse tipo de ação. Provavelmente, isso se dá em função da conhecida morosidade da esfera judicial, o que não condiz com a velocidade da atuação necessária a uma agência reguladora, ainda mais quando ela dispõe, no caso da CVM, de um eficaz instrumento de composição de conflitos, o Termo de Compromisso.

No entanto, conforme informações colhidas junto a diversos setores da CVM, ainda que verbalmente, há uma tendência da Autarquia de se posicionar de maneira mais incisiva e freqüente, na utilização deste instrumento.

A tendência é do fortalecimento do entendimento de que há legitimidade da CVM para propositura da ação cível, que visa à reparação de danos neste caso como parte autora e não como auxiliar, em defesa de direitos transindividuais, sejam eles difusos, coletivos ou individuais homogêneos, no âmbito do exercício de suas funções institucionais. No entanto, tal discussão foge ao objetivo deste trabalho e, pelo que se pode supor, demandará longos debates dos doutos da área jurídica.

5 – Conclusão

A resolução de conflitos de interesses transindividuais, por intermédio de acordos substitutivos, é, ao que tudo indica, uma tendência irreversível das administrações públicas modernas, quer pela velocidade dada à solução, quer pela intenção da parte requerente do acordo, a qual se prontifica a cumpri-lo, entre outros aspectos, que aumentam a eficiência da ação do órgão regulador na composição dessas lides.

Na análise, no caso específico, do Termo de Compromisso da CVM, a eficácia é comprovada em face dos números apresentados. Ademais, destaca-se que tal acordo substitutivo, no que tange ao ressarcimento ao lesado, promove, com eficiência, a possibilidade de o regulador atingir um de seus interesses públicos primários, que é o de corrigir distorções ou assimetrias geradas por ação ou omissão ilícita de seus regulados.

Assim, a CVM não só deve intensificar o uso do Termo de Compromisso, como também aprimorar sua utilização. Para tanto, deve utilizar-se sistematicamente da consensualidade, entre partes envolvidas na lide, nos casos em que se impõe o ressarcimento a terceiros, ou seja, trazendo a parte lesada para manifestar-se diretamente no processo de aprovação do Termo de Compromisso, lançando mão de instrumentos de arbitragem.

Segundo alguns autores, um dos grandes entraves para esse tipo de procedimento é a ausência de autorização legal que possibilite a utilização do juízo arbitral por parte das agências reguladoras com o fito de dirimir conflitos com os agentes econômicos regulados. Tal tipo de procedimento só é possível quando existe autorização legal para sua utilização.

No entanto, o parágrafo 10 do artigo 11 da Lei nº 6.385/76, autoriza a CVM a normatizar procedimentos atinentes à questão da celebração do Termo de Compromisso, no que tange à atuação das bolsas de valores, de mercadorias e futuros, bem como demais entes do mercado de valores mobiliários¹⁷.

Por fim, como já foi explanado no item 3.4, retro, o entendimento de que a eficácia da ação da CVM deve aumentar com a intensificação da utilização do Termo de Compromisso, aliada à consensualidade entre as partes envolvidas na lide, é respaldado pela posição defendida por diversos estudiosos do assunto, como sendo a melhor alternativa ao contencioso e uma tendência da atual administração pública quando se lança em defesa dos direitos transindividuais.

¹⁷ “Art. 11.”

§ 10. A Comissão de Valores Mobiliários regulamentará a aplicação do disposto nos § 5º a 9º deste artigo aos procedimentos conduzidos pelas Bolsas de Valores, Bolsas de Mercadorias e Futuros, entidades do mercado de balcão organizado e entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários”.

6 - Referências Bibliográficas

ARAGÃO, ALEXANDRE SANTOS DE. *Agências Reguladoras*. Rio de Janeiro, Forense, 1ª edição, 2002.

CARVALHOSA, MODESTO & EIZIRIK, NELSON. *A nova Lei das S/A*. São Paulo, Saraiva, 2002.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Processos Sancionadores, Termos de Compromisso e Decisões de Colegiado (textos disponíveis na *internet* no sítio www.cvm.gov.br). Consulta feita em 12 de abril de 2005.

GUIMARÃES, MÁRCIO SOUZA. *O Papel Regulatório dos Acordos Substitutivos*. Rio de Janeiro, Universidade Cândido Mendes, 2003.

MENDES, CONRADO HEIBNER. *Direito Administrativo Econômico*. São Paulo, Malheiros, 2001.

NETO, DIOGO DE FIGUEIREDO MOREIRA. *Consideraciones sobre la Participación y el Derecho Comparado Brasil-España*. Revista de Administração Pública, maio-agosto de 2000, volume 152.

VILLELA SOUTO, MARCOS JURUENA. *Direito Administrativo Regulatório*. Rio de Janeiro, Lumen Juris, 2ª edição, 2005.

WALD, ARNOLD. *Revista CVM*, Rio de Janeiro, nº 35, abril de 2002.