



IDSVM
Instituto de Direito
das Sociedades e dos
Valores Mobiliários

à
COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM
Rua Sete de Setembro, 111, 23º Andar
Rio de Janeiro – RJ
20050-901

Att.: Ilmo. Sr. Dr. Antonio Carlos Berwanger
Superintendente de Desenvolvimento de Mercado
audpublicaSDM0218@cvm.gov.br

Ref.: Edital de Audiência Pública SDM 02/18.....

INSTITUTO DE DIREITO DAS SOCIEDADES E DOS VALORES MOBILIÁRIOS (IDSVM), curador da *Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários* e membro do Convênio de Cooperação Técnica e Acadêmica com a CVM sob o nr. 19957.000112/2018-27, atendendo ao pedido de sugestões e comentários, vem mui respeitosamente perante esta Comissão ponderar algumas ideias e propor, nos termos abaixo, as seguintes observações à *Minuta de Instrução*.

I. Plano Geral

Trata-se de audiência pública que visa propor Instrução com o fim de regular a Lei nr. 13.507, de 17 de novembro de 2017 (“Minuta de Instrução”).

Este documento está dividido em cinco frentes de análise, a saber:

- (i) questões formais, estilísticas e de lógica e coesão textual;
- (ii) o impacto das emendas à Lei de Introdução às Normas Brasileiras por intermédio da Lei nr. 13.655, de 25 de abril de 2018;
- (iii) questões processuais, procedimentais e recursais relacionadas ao novo regime do Processo Administrativo Sancionador;



- (iv) questões penais e de dosimetria de penas (com ênfase nas propostas trazidas pelo *Anexo 65 da Minuta*);
- (v) Questões relacionadas ao *Acordo Administrativo em Processo de Supervisão* ou simplesmente *Acordo de Supervisão*.

II. Questões Formais, Estilísticas e de Lógica & Coesão Textual

O texto, de forma geral, é bem redigido. Faz uso correto de parágrafos e incisos e prima, em boa parte das regras, pela concisão textual.

Ao longo de seus 111 artigos distribuídos em seis capítulos, a norma apresenta inúmeros comandos legais de fácil manejo para interpretação.

Entretanto, é de se notar que determinados dispositivos legais, na busca de uma condensação textual, abusam de conexões e acabam incluindo em um mesmo período dois ou mais comandos legais. O entroncamento de vários comandos legais em uma mesma sentença (inserida em artigo ou parágrafo) pode trazer dificuldades para interpretações futuras.

Uma das características que pode causar dificuldades na interpretação se nota pelo abuso de orações subordinadas. Há poucas regras que lançam mão desse recurso sintático, para o bem da norma. Por outro lado, já se nota alguma incidência maior de dispositivos legais com algum excesso de coordenação, matriz, igualmente, de muitas confusões hermenêuticas. Boa parte dessas confusões decorre de um problema gramatical com efeito legal: a concordância. Longos períodos em coordenação podem apresentar problema de interpretação em face do referencial da ação: as vezes, é difícil para o intérprete comum identificar se o referencial está no primeiro predicativo, nos subsequentes, no último ou a todos em conjunto.¹

¹ Carlos Maximiliano (*Hermenêutica e Aplicação do Direito*, 6ª ed.. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1957, pp. 30 e ss.) lembrava que à lei não há como ser completa – basta que seja clara. E para o resultado desejado de clareza, o caminho é a concisão. O regulador precisa servir o intérprete e não esperar que este sirva o regulador, seja o constitucional, seja o legislativo, seja o infralegal.



Esse dado se nota quando inúmeras normas que se utilizam de conectores “e” aparecem ao longo do texto. Mais ainda se notam dificuldades em partes da norma onde o uso do conectivo “bem como” é usado.

Podemos trazer a título de exemplo o §2º, inciso II ao artigo 104, que estabelece:

Art. 104. O conteúdo do Acordo de Supervisão celebrado, o histórico de conduta, a identidade dos signatários, os documentos relacionados e suas informações específicas deverão ser mantidos como de acesso restrito em relação ao público em geral até o julgamento do processo pela CVM.

(...)

§ 2º A CVM deverá notificar os acusados no processo administrativo sancionador relacionados à infração noticiada de que:

*II – é vedada a divulgação ou o compartilhamento, total ou parcial, com outras pessoas naturais, jurídicas ou entes de outras jurisdições, do Acordo de Supervisão e de seus anexos, **bem como** de quaisquer documentos apresentados pelo signatário do Acordo de Supervisão ou que recebam tratamento de acesso restrito por parte do CVM, **sendo que** a desobediência desse dever sujeita os infratores à responsabilização administrativa, civil e penal.*

Note-se que no afã de regulamentar uma situação complexa e delicada, que visa preservar direitos e impor pesadas obrigações, o regulador, em uma mesma sentença, usou nada mais do que seis conectores de coordenação para listar tudo o que lhe esteve de imaginável prevenir.

Atente-se ainda que a norma contém dois comandos legais distintos separados pela locução “sendo que”.

Trata-se de dispositivo legal de múltiplas interpretações.



Além disso, as interpretações possíveis são de alta complexidade, não por causa da situação normatizada, mas sobretudo por força da forma como as hipóteses foram capturadas pelo regulador.

Apenas para exemplificar as inúmeras dificuldades que encontramos para interpretar a norma em situações concretas imaginadas, tomemos o trecho “...*Acordo de Supervisão e de seus anexos, bem como de quaisquer documentos apresentados pelo signatário do Acordo de Supervisão ou que recebam tratamento de acesso restrito por parte do CVM...*”.

Veja neste trecho que a norma *veda a divulgação, para outrem, do Acordo de Supervisão*. Esse é o comando legal central. Despiciendo lembrar que os *anexos* fazem parte desse *Acordo*; mas ao agregar no mesmo parágrafo *quaisquer documentos apresentados pelo signatário do Acordo*, somado ainda a *outros documentos que recebam acesso restrito por parte da CVM*, no afã de aumentar as hipóteses reais e tentar capturar todas as situações, gera-se uma distorção. Ao deixar de listar em alíneas o que é sujeito à vedação (norma geral), o leitor pode ser levado a entender que um documento bilateral obtido perante *entes de outras jurisdições* ou assinados com outras pessoas que não sejam parte do processo, quando apresentados pelo signatário do Acordo, poderão leva-lo a uma responsabilização, já que a norma não faz um recorte temporal desse compartilhamento. Por lógica, esta seria uma interpretação absolutamente irresponsável e inadmissível, mas a norma, na forma em que se apresenta, permite esse tipo de interpretação *ab absurdum*. Embora absurda, é uma interpretação gramaticalmente possível.

Não se pode deixar de ter em mente que a negociação desse tipo de acordo poderá envolver a negociação de *acordos de leniência* em outras instâncias, que poderá correr paralelamente a regimes de colaboração premiada². E assim, ao tentar regular o máximo de situações possíveis, a norma nasce fechada para a sua microrrealidade e pode vulnerar a sua

² É de Valdir Moyses Simão e Marcelo Pontes Vianna (*O Acordo de Leniência na Lei Anticorrupção – histórico, desafio e perspectivas*. São Paulo: Trevisan, 2017, pp. 43 e ss.) a tese do “*guichê único*”, algo que a CVM, por seu turno, por ter os instrumentos de convênio da qual pode lançar mão, talvez seja o único órgão hoje em condições de trabalhar coletivamente com outros órgãos em um “*guichê único de fato*”.



eficiência como meio de prevenção e solução de problemas, criando outros problemas sem que chegue a resolver o problema central em questão.

Esse tipo de interpretação *só se evita* quando as hipóteses são listadas separadamente, por alíneas, evitando-se inserir em um mesmo comando legal mais de uma hipótese jurídica.

Vimos essa situação no art. 5º *caput*, 9º, 48, Parágrafo Único ao 49 e 70 *caput* – normas todas que recomendamos a revisão sob o ponto de vista estilístico, visando criar comandos legais mais diretos e com redação mais enxuta, ainda que isso implique na criação de parágrafos adicionais ou na quebra das regras em artigos distintos.

Ainda neste tópico gostaríamos de chamar a atenção desta D. Autarquia para a redação dada ao *caput* dos artigos 84 e 85. Em especial o art. 84, sentimos dificuldade em uma leitura inicial para deduzir as regras jurídicas ali englobadas e os comandos legais em jogo.

Para esses dois artigos, recomendamos completa revisão para identificação em dispositivos distintos dos seguintes comandos legais identificados: (i) oitiva prévia da PFE; (ii) submissão da proposta do termo de compromisso da Superintendência Geral para o Comitê; (iii) a apresentação de relatório, pelo Comitê, como requisito de validade processual; (iiii) os requisitos internos desse relatório (incluindo os critérios de oportunidade, conveniência, adequação e proposta ao Colegiado); (v) eventual fundamentação a ser requerida para o Colegiado com base na referência cruzada ao art. 87; (vi) os casos excepcionais; (vii) as hipóteses de exceção (interesse público, definido por lista exemplificativa); (viii) a consequência jurídica (análise pelo Diretor Relator ao invés de ser pelo Colegiado).

Muitos dos problemas decorrentes de comandos legais exemplificativos podem ainda ser resolvidos por intermédio de *listas de definição* ou ainda pelo uso do recurso de utilização de linguagem estritamente técnica. Essa técnica foi usada com muito sucesso e bastante a contento, por exemplo, na Instrução CVM 555.



Exemplo de problemas que podem advir de uma falta de definições ou de uma regra que deixa ao alvedrio do intérprete definir institutos, está no conteúdo do citado art. 85, quando uma lista exemplificativa tenta capturar o conceito de *interesse público* autorizativo de análise extemporânea.³

Lembramos, por exemplo, o Caso Eletrobrás, cujo voto da Diretora Luciana Dias perpassou pelas inúmeras dificuldades para se definir, dentro de um escopo regulatório, o que é *interesse público* e como essa locução pode ser lida, por exemplo, por uma sociedade de economia mista e como a interpretação desse artigo ficaria perante uma companhia aberta regular, mas que não conta com a participação acionária do Estado.

A norma, nesse caso, transfere ao eventual *Diretor Relator* uma carga de pressão não-jurídica, que girará em torno da discussão sobre esse conceito de *interesse público*, retirando a precisão e abrindo margens para análises casuísticas em torno desse indefinido *interesse público*.

III. A Nova Lei de Introdução às Normas Brasileiras (Lei nr. 13.655, de 25 de abril de 2018)

Com o advento da Lei 13.655/18, a Lei de Introdução às Normas Brasileiras ganhou um capítulo dedicado exclusivamente ao direito público e que pode ser aproveitado pelas Autarquias.

³ Lembre-se que o conceito de *interesse público* é amplo, mas há propostas de sua organização na doutrina. Uma dessas propostas que fazemos questão de lembrar é oferecida pelo nosso diretor Evandro F. Pontes, em seu texto “Os Interesses Jurídicos nas Sociedades de Economia Mista” (*In Estatuto Jurídico das Estatais* [coords.: João Otávio Noronha, Ana Frazão & Daniel Mesquita]. Belo Horizonte: Forum, 2017, pp. 435). Pontes faz análise do conceito de *interesse público* à luz de doutrina construída pelos Professores Martin Perius Haberlin (de sua *Crítica da razão do Estado: uma (re)formulação do conceito de interesse público...*) e Victor Rhein Schirato (de sua *Empresas Estatais...*). Desta forma, se adotadas as fórmulas já consolidadas na doutrina, a regra não precisa lançar mão de listas exemplificativas, algo que, com o passar do tempo, tende a se tornar um enorme desconforto para quem estiver com a missão de *aplicar a norma*, a saber, o Colegiado e as respectivas superintendências. Por outro lado, é possível que se argumente que esse *interesse público* é um conceito de natureza ainda mais genérica do que o conceito proposto, que nasce de uma leitura que busca limitar a atuação e o exercício de poderes por parte da administração nas sociedades de economia mista. Mas note-se que apenas uma locução pode abrir um leque muito robusto e consistente de interpretações que cabe à Instrução delimitar o devido alcance.



IDSVM
Instituto de Direito
das Sociedades e dos
Valores Mobiliários

No caso desta Audiência Pública nr. 2/18 da CVM, algumas oportunidades se abrem para esta DD. Autarquia, a fim de que adote alguns regimes jurídicos e sugestões trazidas pela Lei 13.655/18, sobretudo em relação a regras de *uniformização de jurisprudência administrativa* e medidas de fundamentação de decisões perante o Colegiado.

Damos destaque ao art. 30 da nova Lei de Introdução às Normas Brasileiras, que cuida do sistema da *súmula administrativa* e de regimes de *uniformização de jurisprudência*. Exemplo disso são as dispersas e já intrincadas interpretações que foram se consolidando em torno do art. 115 em acerca do problema do *conflito formal versus conflito substancial* com regimes diversos de “proibição de voto” *a priori*.

Visualizamos que caberia, no bojo do Capítulo III da norma, dentro da Seção V (Julgamento) ou mesmo por meio de uma Seção apartada para o tema, trazer normas sobre *processos repetitivos*, critérios para *uniformização de jurisprudência* e regimes jurídicos para a extração de *súmulas administrativas* com vistas a auxiliar a interpretação de entendimentos que vão se consolidando com o tempo no Colegiado da CVM.

Lembramos que o uso dos mecanismos acima descritos capacitará a CVM para preencher objetivos integrantes do *Planejamento Estratégico – Construindo a CVM de 2023*. Dentre esses, destacamos o Objetivo nr. 7, sobre *técnicas de gerenciamento e otimização de processos* com vistas ao *constante mapeamento e padronização*. Em segundo plano, os Objetivos nr. 12 (*produção de efeito pedagógico*) e 15 (*decisões governamentais estratégicas na área dos mercados de capitais*) podem ser indiretamente atingidos por meio de regimes de *uniformização da jurisprudência autárquica*.

Cabe lembrar ainda que essa medida tende, nos termos pretendidos pela CVM conforme já explicitado no *Relatório Anual 2017*, Capítulo 3, Item 1, Subitem 4 (Custos de Observância), melhorar o plano relativo ao desenvolvimento de um regime de gestão de riscos que implique em “*trade-offs* entre benefícios econômicos e custos de observância no âmbito do perímetro regulatório da CVM” (p. 17 do *Relatório*).



Por fim, lembramos que a nova Lei de Introdução às Normas Brasileiras trouxe, em seu art.23, regras sobre o *regime de transição para novas interpretações*. Este tema se liga, na prática, com as questões de uniformização de jurisprudência administrativa, mas não fica a ele limitado, pois pode haver inovação interpretativa sem que haja necessidade de súmula ou uniformização. Nesses casos, os princípios e regras gerais da Nova Lei de Introdução às Normas Brasileiras⁴ precisam estar contemplados na nova Instrução, sobretudo quanto às Seções V e VI (respectivamente, Julgamento e Dosimetria das Penas) do Capítulo III da Instrução proposta.

Cabe lembrar ainda que toda decisão administrativa passará a ter que obedecer ao comando do art. 20 da Nova Lei de Introdução às Normas Brasileiras, que determina que: “Nas esferas administrativa, controladora e judicial, não se decidirá com base em valores jurídicos abstratos sem que sejam consideradas as consequências práticas da decisão”, cabendo ainda, pelo Parágrafo Único, à decisão que “nas esferas administrativa, controladora ou judicial, decretar a invalidação de ato, contrato, ajuste, processo ou norma administrativa” indique de modo expresso “suas consequências jurídicas e administrativas”. Imagine-se, pois, como ficariam os pedidos de suspensão de prazo de assembleia em companhias abertas e temas semelhantes, tão comuns ao dia-a-dia da autarquia.

Sob ambos os princípios trazidos pela Nova Lei de Introdução às Normas Brasileiras (arts. 20 c/c 20 Parágrafo Único e o 23), seria interessante coordená-los para melhor apuração do conceito de *Nova Definição Jurídica do Fato* e respectivo regime jurídico do art. 48 da proposta de Instrução. O novel instituto trazido pela minuta de Instrução é útil e poderá ser de grande valia, sobretudo em casos, como, por exemplo, de desclassificação de enquadramento legal de fatos.⁵

⁴ Diz a regra: *A decisão administrativa, controladora ou judicial que estabelecer interpretação ou orientação nova sobre norma de conteúdo indeterminado, impondo novo dever ou novo condicionamento de direito, deverá prever regime de transição quando indispensável para que o novo dever ou condicionamento de direito seja cumprido de modo proporcional, equânime e eficiente e sem prejuízo aos interesses gerais.*

⁵ Em casos em que o Colegiado precise, por exemplo, reformular sanções em relação a determinada pessoa que atua como administrador e acionista controlador ao mesmo tempo e, por força de enquadramento legal, o caso chegar ao Colegiado com base em sanção escorada em argumento de



IV. Questões Processuais

Sob o ponto de vista processual, há 3 pontos que endereçaremos sugestões, a saber: (i) prova testemunhal; (ii) questões recursais – estas divididas em (a) recursos em decisões interlocutórias; e (b) o efeito suspensivo.

IV. 1 – Prova Testemunhal

De todo o manancial de formas probatórias possíveis em processos sancionadores, sobretudo à luz de um sistema que poderá passar a ser informado pelo tipo de leniência trazida no *Acordo Administrativo em Processo de Supervisão*, é o depoimento pessoal e sobretudo a prova testemunhal que poderá predominar nesse universo processual *pós-Lavajato*.

A falta de uma regulação específica para a coleta de prova testemunhal, fiando-se apenas nas analogias porventura admissíveis a partir dos arts. 385 a 388 e 442 e seguintes do Código de Processo Civil poderão trazer conflitos em virtude da notória carga penal trazida em um processo sancionador. Teriam que se tolerar, *in casu*, analogias provenientes dos arts. 202 e seguintes do Código de Processo Penal, item.

Vislumbramos neste ponto que uma lacuna procedimental em ponto tão sensível no âmbito da validade dos processos em geral (ampla defesa) poderá tender a se tornar objeto de controvérsias e transtornos, com flancos para discussão de nulidades, *a posteriori*. Por isso, seria recomendável um regime jurídico próprio de oitiva de testemunhas e depoimento pessoal do acordante em processo de supervisão, neste âmbito específico da CVM, sobretudo quando a reinquirição pode ser indeferida pelo uso da *prova emprestada*.

“abuso de poder de controle”, quando na verdade se trataria de uma violação do dever de lealdade, o instituto do art. 48 da minuta de Instrução se encaixaria perfeitamente. Sobre isso, lembramos trecho do já citado voto da Diretora Luciana P. Dias no “Caso Eletrobrás” (vide item 12 do voto no Processo Administrativo Sancionador CVM-RJ 2013/6635, j.: 25/5/15).



IV.2 – Questões Recursais

(a). Decisões interlocutórias

Os arts. 40 e 41 da minuta de Instrução cuidam de um equivalente administrativo de recursos contra decisões interlocutórias. É um dos trechos mais felizes da minuta de instrução, com regras bem claras e determinadas.

Tenderá a ser um regime frequente, sobretudo em situações como, por exemplo, um indeferimento de prorrogação de prazo pedido nos termos do §3º ao art. 31 da Minuta de Instrução⁶.

Apenas é importante lembrar que, sobretudo em tais decisões interlocutórias, o princípio trazido pela Nova Lei de Introdução às Normas Brasileiras, art. 21 (fundamentação da decisão pelas consequências jurídicas e administrativas) terá enorme relevância, sobretudo em face dos *custos de observância*.

Por isso, não seria demais lembrar na Subseção II da Seção IV ao Capítulo III da Minuta de Instrução que a decisão do Diretor Relator, segundo o art. 40 da minuta de instrução, não poderá prescindir de uma fundamentação que analise as *consequências* não apenas jurídicas, *mas sobretudo administrativas*, quando a decisão interlocutória vise desfazer algum ato já praticado no processo, no curso do procedimento.

(b) Efeito Suspensivo

A Lei 13.506/17 em seu art. 29, §5º deixa a critério da CVM a regulação de requisitos formais para que os recursos sejam recebidos em efeito suspensivo, uma vez que a regra deve

⁶ Um detalhe importante é, também, referente a um elenco objetivo de critérios para a concessão dessa prorrogação. Seria interessante para o regulador e para o mercado que os critérios para a concessão dessa prorrogação não se mirem por análises puramente subjetivas e que acabam ficando sob a inteira responsabilidade do servidor em questão. Dado o regime da *Nova Lei de Introdução as Normas Brasileiras*, que demanda fundamentações mais apuradas para decisões administrativas, é interessante que o órgão, em sua função reguladora, oriente os servidores e o mercado em geral com critérios objetivos que devam se aplicar a esse tipo de situação, evitando-se transtornos e discussões paralelas.



ser a de recebê-los apenas no efeito devolutivo quando a condenação se der com base nas penas previstas no art. 5º, IV, V ou VI da lei (proibição de atividades/restrição do objeto social; inabilitação; cassação da autorização/registro de companhia aberta).

As penas previstas no art. 5º da Lei foram adaptadas, na minuta da Instrução, para os regimes sancionatórios previstos no art. 62 da minuta de Instrução. Assim, ao inciso IV do art. 5º da Lei, coube o VI e VII, do art. 62 a respectiva analogia; ao V do art. 5º da Lei, o III do art. 62 da minuta de Instrução; e ao VI do art. 5º da Lei, nos pareceu encaixar o IV do art. 62 da minuta de Instrução.

Pois bem, nas situações, portanto, de “proibição temporária de praticar determinadas atividades ou modalidades de operação”, “inabilitação temporária de administrador” e “suspensão de registro” a Lei parece conferir a faculdade à CVM para que franqueie efeito suspensivo a eventual recurso interposto.

Contudo, a pena prevista no inciso V, a saber, “inabilitação temporária para o exercício de atividades previstas na lei” (como, por exemplo, as atividades previstas nos arts. 23 [administração de carteira] ou 26 [serviços de auditoria]) não parece constar, formalmente, do que dispõe o art. 5º c/c o art. 29, §5º da Lei.

Há, portanto, na própria Lei, uma clara diferença entre *inabilitação de funções e proibição de atividades*. A *inabilitação para o exercício de atividades* não consta da Lei 13.506/17, exceto do trecho constante do art. 35 que propõe as emendas à Lei 6.385/75, inserindo no art. 11, VI desta lei, essa pena de *inabilitação para o exercício de atividades*, que não se confunde com a de *proibição de atividades*.

Essa diferença é perceptível no caso, por exemplo, dos serviços de auditoria previstos no art. 26 da Lei 6.385/76. Quando a Lei 13.506/17 autoriza a imposição de uma pena de *inabilitação para o exercício de atividades*, a lei endereça um comando legal para que o auditor, no caso do art. 26, perca temporariamente a sua *habilidade* para prestar aqueles serviços no âmbito específico do mercado de capitais, mas não está *proibido de exercê-lo fora*



IDSVM
Instituto de Direito
das Sociedades e dos
Valores Mobiliários

dele. A proibição da atividade, como um todo, prevista no art. 5º, IV da Lei 13.506/17, no caso de um auditor (por exemplo) o impediria de exercer a atividade *como um todo*, seja dentro do âmbito dos mercados de capitais, seja fora, para companhias fechadas inclusive. No caso das Instituições Financeiras, como não há atividade fora do âmbito regulado pelo Banco Central, a *proibição* é de fato a solução única, pois não existe a hipótese do BC *inabilitar* alguém que siga seu périplo fora do campo regulado.

Ocorre que a Lei 13.506/17, ao reformar o art. 11 da Lei 6.385/76, não *facultou a CVM* a aplicação de pena de *proibição de atividades*, que comportaria uma restrição absoluta a uma atividade constante do objeto social da condenada, mas apenas a *inabilitação*, que compreende uma restrição relativa, que, diga-se de passagem, não está coberta pela faculdade de recurso sob efeito suspensivo, devendo a *inabilitação* gerar efeito imediato *após a condenação pelo Colegiado*. Desta forma, a restrição relativa aplicar-se-ia, por imposição legal, imediatamente estando, nesse exemplo, eventual condenada impedida de auditar companhias abertas (apenas e tão somente, mantendo regular a sua atividade de auditoria para as fechadas e limitadas, além de outras sociedades que o requeiram e contratem seus serviços). Esse exemplo é lapidar, sobretudo quando lemos os §§3º e 4º ao art. 26 da Lei 6.385/76, que estende a mesma *inabilitação* para que o Banco Central (que só poderia, em tese, lançar mão da proibição) sancione.

Adicionalmente, a minuta de Instrução traz os requisitos de pedido de efeito suspensivo em referência cruzada do art. 72, §1º para os arts. 67 e 68 da minuta. Os mencionados artigos tratam das agravantes e atenuantes, que são critérios para *dosimetria da pena*. Aqui há um equivocado aproveitamento de *requisitos penais materiais* para um universo *recursal*. Isso torna o deferimento do efeito suspensivo sujeito a subjetividades adicionais e ciladas de coerência. É possível que determinada pena precise, objetivamente, ser agravada, aplicando-se um regime previsto no art. 67 e, ao mesmo tempo, demande o recebimento do recurso sob efeito suspensivo, como no caso de uma pena de suspensão do registro de companhia aberta, onde graves danos ao mercado poderão ser ocasionados se o efeito suspensivo não for conferido.



Sugerimos, portanto, que a concessão de efeito suspensivo respeite *critérios objetivos*, tais como a possível desconstituição irreversível de um direito de natureza patrimonial, a necessidade de um período de transição que pode ser preparado durante a suspensão em curso no prazo recursal/revisional, restrições irreversíveis a uma *liberdade pública*, dentre outros.

V. Questões Penais e de Dosimetria de Penas

Em relação ao hemisfério da minuta de Instrução que cuida de temas *penais materiais*, temos observações técnicas a fazer, sobretudo no que diz respeito ao regime jurídico de aplicação de penas.

Em primeiro plano, vale lembrar que a Lei 13.506/17, em seu art. 10, estabelece apenas parâmetros para um regime de agravação da pena. São propostos os regimes de “gravidade e duração da lesão”, “reincidência”, “grau de lesão”, “vantagem auferida”, “capacidade econômica”, “valor da operação”, “colaboração do infrator”.

Desses critérios, apenas a *reincidência* é considerada, no Direito Penal Clássico, um critério inquestionável de agravação da pena (cf. arts. 61, I, 63 e 64 do Código Penal). Os demais critérios podem funcionar ora como agravantes (por exemplo: lesão de monta elevadíssima), ora como atenuantes (por exemplo: lesão famélica ou de fácil reparação).

Os critérios estabelecidos pelo art. 67 da minuta de Instrução são todos tecnicamente muito bem trabalhados e corretos. Cabe diferenciar, contudo, a reincidência (art. 67, I c/c §3º) da mera antecedência (art. 67, II), onde a reincidência carece ter um peso maior e mais profundo no agravamento da pena do que a mera antecedência ainda não punida.

Quanto às atenuantes, notamos que a minuta de Instrução insere critérios não previstos nem na Lei 13.506/17, nem no regime clássico do Direito Penal, a saber: (i) bons antecedentes; e (ii) boa-fé dos acusados. Entendemos que a inclusão desses critérios escapa do mandato legal outorgado à CVM e por isso devem ser excluídos.



No mérito, cumprir a lei (argumento que será usado para sustentar “bons antecedentes” com base em ausência de reincidência ou antecedência) é obrigação e não pode ser usado como critério de amenização de penalidades. Item quanto à boa-fé. A boa-fé é elemento central do mercado de capitais e o seu cumprimento, que faz parte do grau de culpa (juízo de culpabilidade) não se confunde com o de punibilidade (sobretudo quando alçado ao nível de critério subjetivo para dosimetria de penas).

Além do mais, a falta de definição legal para “bons antecedentes” poderá ser um grande transtorno para o estabelecimento de critérios para redução de penas, com risco de enorme amplitude nas variantes.

Note-se ainda que no regime do Direito Penal clássico, “bons antecedentes” é critério que engloba regime para aplicação do art. 83 do Código Penal, que trata de *livramento condicional*. Nesses casos já há condenação, portanto a pena *já foi aplicada*, não havendo assim a sua eleição como critério para a aplicação da pena, mas, de fato, é critério para a *execução da pena* ou mesmo de sua *sustação*, situações drasticamente distintas. Nem mesmo no caso de *suspensão condicional da pena (sursis)* cogita o nosso Direito Penal dos “bons antecedentes”, preferindo estabelecer um critério de “conduta social e personalidade do agente”.

Por essas razões, recomendamos a exclusão dos incisos II e IV do art. 68 da minuta de Instrução para que medidas indenizatórias ou de arrependimento eficaz prevaleçam como modelos dissuasórios eficazes, com desdobramentos sobre o *quantum* final da pena.

Cabe ainda comentar o teor do art. 69 da minuta de Instrução, que fala de *redução de pena* em face da integral reparação do dano causado. Esta redução compensatória seria uma inovação da Instrução em face da Lei 13.506/17, bem como em face do espírito trazido na Lei 12.846/13, que exige reparação integral do dano sem prejuízo das sanções aplicáveis.



A minuta de Instrução cria um incentivo legal válido para que o acusado repare o dano causado antes mesmo do primeiro julgamento.

Vale aqui ainda sugerir, desta forma, mecanismos mais ousados de incentivo caso essa reparação se dê, por exemplo, antes de iniciado o Processo Administrativo Sancionador, com regimes que podem variar da comutação da pena em abstrato, conversão da pena, substituição de pena por regimes de penas alternativas em que o acusado se compromete a educar o mercado com o seu próprio exemplo ou ainda situações em que a CVM poderá, caso haja combinação com atenuantes, aceitar a exclusão de multas ou a atenuação de prazos de inabilitação por períodos equivalentes a, por exemplo, um ou dois exercícios.

Vale lembrar ainda que o Código Penal, em seu art. 65, III, “c”, segunda parte – a saber, o *cumprimento de ordem de autoridade superior*. Em casos recentes como o da Ação Penal 470 no STF e em decisões decorrentes da chamada Operação Lavajato, viu-se o uso (muita vez equivocado) da *teoria do domínio do fato*.⁷

Para fins societários e dentro de certos regimes fiduciários, como o dos administradores vinculados por acordos de acionista, a *teoria do domínio do fato*, por exemplo, pode ser usada tanto para exclusão da culpa do administrador em função como, a depender do caso, atenuar-lhe a pena, caso algo semelhante seja incluído no corpo da minuta de Instrução e por força de uma certa identificação de um *comando de ordem* cumprido pelo administrador em questão, em nome de uma estrutura de poder acionária formalmente organizada.⁸

⁷ Sobre a matriz original da *teoria do domínio do fato*, vide o texto do juiz da Corte Constitucional Alemã, Kai Ambos, traduzido pelo nosso Conselheiro Evandro Pontes, (“Domínio do Fato pelo Domínio da Vontade em Virtude de Aparatos Organizados de Poder”, Revista Brasileira de Ciências Criminais, vol. 37. São Paulo: RT, jan/mar-2002, pp. 41-72).

⁸ Em contraponto, vide o excepcional trabalho de Heloisa Estellita (*Responsabilidade penal de dirigentes de empresas por omissão – estudo sobre a responsabilidade omissiva imprópria de dirigentes de sociedades anônimas, limitadas e encarregados de cumprimento por crimes praticados no âmbito da empresa*. São Paulo: Marcial Pons, 2017, *passim*) e pense-se nos inúmeros desdobramentos que dele podem se extrair para o âmbito especificamente sancionador para as companhias abertas e para a atividade regulatória e sancionatória da CVM.



Cumpra, por fim, nesta seção, propor comentários a respeito do conteúdo do Anexo 65 e dos critérios ali inseridos para fins de *dosimetria das penas*.

Aponte-se, em primeiro plano, a distinção trazida pelo anexo em relação a violações de dever fiduciário por parte do Conselho Fiscal, alocadas no Grupo III de infrações, em *locus* distinto de onde se encontram os deveres fiduciários da administração (Grupo V). É assentado em doutrina que a posição do conselheiro fiscal, por receber incumbências e responsabilidades por empréstimo (sem que lhe haja um regime próprio), faz com que suas atividades sempre contem com possibilidades mais extensas de aplicação de atenuantes.⁹

Sem um regime próprio e sempre operando por empréstimo às suas funções (que têm natureza fiscalizatória, portanto distintas das funções executórias da diretoria ou as orientativas do conselho de administração), o conselheiro fiscal recebe responsabilidades que nem sempre se ajustam com perfeição a sua função específica.

Neste ponto específico e já antecipando os comentários a respeito dos *deveres fiduciários da administração*, valeria a pena refletir sobre a possibilidade de se reagrupar a violação de *qualquer dever fiduciário, por quem quer que seja*, diferenciando-se por: (i) função executória/orientação geral dos negócios *versus* função fiscalizatória (que pode ser exercida, por exemplo, por um *diretor executivo de compliance* ou um *diretor executivo de auditoria* ou ainda por um *diretor executivo jurídico*)¹⁰; (ii) dolo, culpa grave ou culpa¹¹.

Notadamente quanto a este último item (separação de aplicação de penas segundo a distinção pelo grau de culpa) é técnica sadia que prima pela justiça na dosimetria, abrindo-se a possibilidade, inclusive, para se reservar as punições de teto a casos de dolo, culpa gravíssima,

⁹ Sobre o tema vide o trabalho de nosso Conselheiro, Evandro F. Pontes (*Conselho Fiscal das Companhias Abertas Brasileiras*. São Paulo: Almedina, 2012, pp. 215 e ss., esp. 228 e ss.).

¹⁰ É interessante a análise prática que faz a Diretora-Presidente da CMVM portuguesa, em sua tese, a Profa. Gabriela Figueiredo Dias (*Fiscalização de Sociedades e Responsabilidade Civil*. Coimbra: Coimbra Ed., 2006, pp. 30 e ss.)

¹¹ Vale lembrar que a distinção dos *graus de culpa* não pode se confundir com o grau de gravidade da *infração*, muito bem trabalhadas nos Anexos 66 e 74, dos quais não temos comentários.



má-fé, crimes, associadas à execução direta ou devido suporte e auxílio na execução de fatos que envolvam esse grau específico de culpabilidade. Abre-se também a possibilidade para a CVM possa especificar casos *qualificados*, como, por exemplo, nota-se o emprego de ardil ou o uso de operações descaradamente simuladas ou fraudulentas, sem que se precise fechar essa qualificação a tipos específicos (como ocorre no Grupo V em face da *lavagem de dinheiro*, mas que deixa de fora outros crimes de semelhante gravidade como o *estelionato*, a *corrupção ativa ou passiva*, o *peculato*, a *falsidade ideológica*, a *concussão*, a *apropriação indébita* e mais aquela série de infrações descritas no art. 5º da Lei 12.846/13, que têm o ardil em sua base lógica factual)¹².

Essa distinção se torna mais vulnerável quando se nota, no item VIII do Grupo V que a CVM incluiu o *insider trading* e a *manipulação de mercado*, mas deixou de fora do Anexo 65 outros crimes contra o patrimônio de alta relevância e de ocorrência possível, desde que aprendemos, a partir da Ação Penal 470 e da Operação Lavajato, alguns esquemas e modos de operação que extrapolam a *lavagem autônoma (e posterior)*. No caso de crimes antecedentes cuja lavagem não foi consumada e que nem sempre pode ser capturada no conceito genérico de *operação não equitativa* do Item VII do Grupo V (ainda relacionadas à já defasada Instrução CVM 8 c/c Nota Explicativa 14), extremamente limitadas ao âmbito do mercado de valores mobiliários mas que não captura atividades fraudulentas praticadas no âmbito da administração das companhias abertas.

Uma outra categoria poderia ser criada e reservada para casos em que houve omissão, falha na observância ou supervisão, que não cheguem ao grau doloso ou de negligência gravíssima, oscilando entre a culpa média e a culpa leve (em sua tríplice face exterior de imprudência, imperícia ou negligência simples).

¹² Seria, portanto, o caso de se pensar em ajustar o Anexo 66, que ao seu modo e regulando o art. 66, cria hipóteses genéricas de *infrações qualificadas* pela sua *gravidade*. Ao se reconhecer mais essa lista de tipos que qualificam uma infração, a CVM estaria dando uma precisão maior a dosimetria, quando tais infrações (e não só no caso de lavagem de dinheiro) ocorrerem a fim de se invocar a necessidade de uma pena exemplar e de caráter dissuasório.



Destaque-se, portanto, que, ainda na linha dos deveres fiduciários, há no item V do Grupo IV de sanções, um *tipo* que precisa ser reparado.

Em primeiro lugar, o conflito de interesse do administrador é tratado ali como se fosse algo distinto de seus *deveres fiduciários* (item I do Grupo V), sendo que, pela boa técnica, o conflito de interesses é parte integrante desses *deveres fiduciários*.¹³ Não faria sentido técnico tratar o conflito de interesse do administrador de forma distinta em relação aos demais deveres, tendo para ele um tipo distinto com penas mais brandas, pois muita vez a gravidade de um ato praticado em conflito de interesse pode superar a de um desvio de poder, por exemplo. A Lei das S/A por si só não faz esse escalonamento entre deveres fiduciários.

Não nos parece, outrossim, à luz do que expressamente dispõe a letra do art. 156 (que pode até ser combinado com o 140, IV) da Lei 6.404/76 que o administrador seja dotado de um *direito* de voto. O administrador em muitos casos vota, mas o faz porque é obrigado a fazê-lo. Seu regime de *voto* é completamente diverso daquele regime próprio do acionista, que o faz de maneira potestativa e voluntária. Se para o acionista o *voto* é um direito potestativo, para o administrador é propriamente um *poder-dever*.

Essa sutil distinção exerce papel fundamental na diferença dos graus de responsabilidade em face do exercício de um *poder-dever* (administrador) *vis-à-vis* um *direito potestativo* (acionista). E neste pormenor voltamos à nossa sugestão de inserção de um regime que privilegie graus de culpa e tipos qualificados, em detrimento de uma distinção subjetiva (penas distintas por cargo, a saber, conselheiro fiscal, conselheiro de administração e diretor ou acionista). Caberia assim uma distinção funcional, por função exercida (independentemente do cargo nominal, para termos um regime mais justo, por exemplo, com diretores de compliance e diretores de auditoria interna ou de membros do conselho de administração que agem na função de membros de um comitê de auditoria).

¹³ Vide obra de nosso Conselheiro Marcelo Vieira von Adamek (*Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A e as ações correlatas*. São Paulo: Saraiva, 2009, pp. 119 e ss; esp. 159 e ss.). Vide também a interessante obra de Luis Felipe Spinelli, *Conflito de Interesses na Administração da Sociedade Anônima*. São Paulo: Malheiros, 2012, pp. 85 e ss.



Por fim cumpre alertar, item, sobre o teor do item IV do Grupo IV, que alude a voto de acionista em situação de conflito de interesse, aí sim um sujeito que age no âmbito de um direito potestativo conferido por lei. O ponto mais relevante aqui, que parece querer remeter ao art. 115 da Lei 6.404/76, diz respeito ao elenco específico de situações de conflito de interesse que estariam sujeitas a uma pena de R\$10milhões. É inquestionável que no caso de *conflitos de interesse stricto sensu* expressamente descritos no §1º ao art. 115 (laudo para aumento de capital e aprovação das próprias contas) a pena é aplicável. Sugerimos que para os fins dessa penalidade, a polêmica situação do *benefício particular* seja dali expressamente excluída, sobretudo no ponto em que a discussão sobre *conflito formal* e *conflito substancial de interesses* possa levar o acionista que pretende votar, a situações de dúvida ou desconforto.

O voto do acionista é um direito sagrado (embora não essencial) e a discussão de sua irregularidade precisa ser cristalina e indubitável, firme em conceitos e livre de polêmicas. Cumpre lembrar que o tratamento do voto sem a observância das devidas distinções práticas em que ele é exercido, sobretudo nas sociedades de capital disperso¹⁴ ou sem um acionista controlador definido, onde pode haver conflito *entre sócios* (que não necessariamente espelham um conflito de um determinado sócio em face do interesse da companhia, especificamente), há de induzir a Autarquia a transtornos de interpretação diante do texto proposto nesse item IV do Grupo IV.

VI. Acordo Administrativo em Processo de Supervisão

Um dos pontos centrais que identificamos no tema, que guarda relações não apenas com a Lei 13.506/17, mas também com o regime genérico da *leniência anticorrupção* diz respeito diretamente ao problema do *sigilo das negociações*.

Este é um tema muito sensível e como já demonstrado no Caso JBS recentemente, é de extrema importância que o art. 94, §4º c/c com o art. 104 da minuta de Instrução tenha uma regulação que faça cuidadosa referência com o regime previsto na Instrução CVM 358.

¹⁴ Vide, nesse sentido, a obra de nosso Conselheiro Erik F. Oioli (*Regime Jurídico do Capital Disperso nas Lei das S.A.*, São Paulo: Almedina, 2014, pp. 131 e ss.).



É importante que a CVM sinalize na norma em qual momento a companhia que negocia o acordo ou venha a ser por ele afetada, deva dar *fato relevante* do evento. Ademais, é fundamental que a CVM também regule inclusive o conteúdo de informações que precisam ser veiculadas no corpo do *fato relevante*, respeitado o regime de *acesso restrito* até julgamento final do processo e verificação do cumprimento das condições do Acordo e a ocorrência do evento previsto no art. 103 e Parágrafo Único da minuta de Instrução (que, por seu turno, contém restrições na identificação do signatário, até que se dê os eventos previstos no art. 105 e seguintes).

Esse recorte específico é de suma importância para que a autarquia defina qual o tipo de conteúdo e a partir de quando ele se torna *público*, em contrapartida ao conteúdo que deve se manter em regime de *acesso restrito* (e, portanto, sujeito a um compromisso de confidencialidade de conteúdo relativo) e, ainda, o que deve ser mantido sob regime de *absoluto sigilo*.

Essa marca temporal e de conteúdo é fundamental para que, diante do novo regime de *insider trading* trazido, *item*, pela Lei 13.506/17, se identifique qual tipo de informação poderá configurar conteúdo típico da ocorrência de crime de *manipulação de mercado* ou de *insider trading* e quais pessoas estarão, durante quanto tempo, sujeitas ao regime do art. 8º da Instrução CVM 358 (exceção a imediata divulgação de fato que influi ponderavelmente na quotação de valores mobiliários, ao mesmo tempo em que torna o sujeito protegido por esse artigo, impedido de negociar *iure et iure*).

Ainda no âmbito do sigilo, é preciso verificar ainda os limites específicos de investigação autônoma da CVM diante de fatos conexos, sobretudo em face da redação dada ao art. 100, §2º da minuta de Instrução. A redação altamente restritiva impede, em tese, a CVM de diligenciar perante outros órgãos como a Receita Federal e a Polícia Federal, bem como em face do Ministério Público Federal. Teria que se pensar em uma redação que impeça a CVM de usar essas informações, de modo a não desestimular o mercado ao uso do instituto,



ao mesmo tempo em que os convênios que a CVM já tem celebrado com esses órgãos, não sejam, por seu turno, vulnerados.

Nesse sentido, o §3º, que estaria a se prestar a essa função de autorizar a CVM a proceder com investigações autônomas, mas conexas a dados extraídos das informações trazidas, desde que o *marco temporal* dos indícios¹⁵ e provas autônomas obtidas por outros meios seja *anterior à apresentação da proposta*.

Tudo parece convergir para uma interpretação que não venha a autorizar a CVM ao uso de provas autônomas obtidas por força de diligências ativas da CVM, mas *após a apresentação da proposta* (exceto quando se tratar de *provas emprestadas ou levadas à CVM por meio de tais convênios* de forma passiva e sem que a CVM tenha tido a iniciativa de diligenciar nesse sentido). Para isso, seria interessante que o art. 99 incluísse um inciso específico para acrescentar um requisito quanto à *novidade das informações trazidas*. Assim, se as informações trazidas já não constarem de investigação em curso na CVM.

Neste pormenor, outro fator de alta relevância diz respeito, portanto, aos *efeitos de acordo não concluído ou não celebrado*, seja por falta de requisitos do art. 99 da minuta de Instrução, seja por violação do sigilo imposto pelo art. 104, sobretudo no que tange à combinação da mencionada restrição prevista no §2º ao art. 100 *vis-à-vis* o §4º ao art. 104, sobretudo no caso da ocorrência de crime do qual a CVM não pode se eximir de comunicar a ocorrência, sob pena de prevaricação do servidor envolvido na investigação.

Conclusões

¹⁵ O tema dos indícios, nesse ponto, é de sobrevivência fatal para a atividade da CVM, como já demonstraram Eli Loria & Victor Hugo C. Silva ("*Insider Trading* e Provas Indiciárias na CVM: uma análise quantitativa e qualitativa", *In Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, vol. 76. São Paulo: RT, abr-jun/2017, pp. 289-314); Nelson Eizirik, Ariádna Gaal, Flávia Parente & Marcus de Freitas Henriques (*Mercado de Capitais – Regime Jurídico*, 2ª ed. Rio de Janeiro: RENOVAR, 2008, pp. 303-304) e Evandro F. Pontes ("*Comentários ao Caso BB-Visanet*", *Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários*, vol. 7. São Paulo: Almedina, maio/2018, pp. 243 e ss.).



IDSVM
Instituto de Direito
das Sociedades e dos
Valores Mobiliários

A minuta de Instruções é um bom texto, mas que demanda ajustes formais, bem como de conteúdo, sobretudo para que se contemplem as seguintes situações:

(I) princípios previstos pela Nova Lei de Introdução ao Direito Brasileiro

(II) questões processuais que ajustem pontos referentes a provas testemunhais e itens relativos ao regime recursal;

(III) questões penais e de dosimetria das penas que apresentem parâmetros objetivos referentes a regimes de: (a) agravamento; (b) culpabilidade; (c) qualificação de certas condutas;

(IIII) tratamento mais objetivo para casos de exercício de voto por acionista em suposto conflito, administrador em suposto conflito, violação de deveres fiduciários;

(V) regulação do Acordo Administrativo em Processo de Supervisão em contraponto mais próximo da Instrução CVM 358 para delimitar o momento e o conteúdo do que se deverá estar sujeito a regime de publicidade em contraposição ao que deva estar sob regime de sigilo.

Sendo, portanto, o que nos cabia observar, colaborar e sugerir com vistas à melhoria de nossos mercados de capitais e do ambiente das companhias abertas,

Subscrevemo-nos,

Deixando nossos protestos de mais elevada estima e consideração.

INSTITUTO DE DIREITO DAS SOCIEDADES E DOS VALORES MOBILIÁRIOS
Por Evandro Fernandes de Pontes
Diretor Executivo