



UNIVERSIDADE FEDERAL RURAL DO SEMI-ÁRIDO
CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS E HUMANAS
CURSO DE DIREITO

ANA PAULA DA SILVA LIBERALINO

**A ATUAÇÃO DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS ENQUANTO ÓRGÃO
REGULADOR DO MERCADO DE CAPITAIS: UMA ANÁLISE À LUZ DO ATUAL
CONTEXTO POLÍTICO-ECONÔMICO BRASILEIRO**

MOSSORÓ/RN
2018

ANA PAULA DA SILVA LIBERALINO

**A ATUAÇÃO DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS ENQUANTO ÓRGÃO
REGULADOR DO MERCADO DE CAPITAIS: UMA ANÁLISE À LUZ DO ATUAL
CONTEXTO POLÍTICO-ECONÔMICO BRASILEIRO**

Monografia apresentada à Universidade Federal Rural do Semi-Árido como requisito parcial para obtenção do título de bacharel em Direito.

Orientador: Prof. Dr. Luiz Felipe Monteiro Seixas

MOSSORÓ/RN
2018

ANA PAULA DA SILVA LIBERALINO

**A ATUAÇÃO DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS ENQUANTO ÓRGÃO
REGULADOR DO MERCADO DE CAPITAIS: UMA ANÁLISE À LUZ DO ATUAL
CONTEXTO POLÍTICO-ECONÔMICO BRASILEIRO**

Monografia apresentada à Universidade
Federal Rural do Semi-Árido como requisito
parcial para obtenção do título de bacharel em
Direito.

APROVADA EM: ____ / ____ / ____.

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr. Luiz Felipe Monteiro Seixas – UFERSA
Presidente

Prof. Me. José Albenes Bezerra Júnior – UFERSA
Primeiro Membro

Prof. Me. Ulisses Levy Silvério dos Reis – UFERSA
Segundo Membro

A ATUAÇÃO DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS ENQUANTO ÓRGÃO REGULADOR DO MERCADO DE CAPITAIS: UMA ANÁLISE À LUZ DO ATUAL CONTEXTO POLÍTICO-ECONÔMICO BRASILEIRO¹

THE PERFORMANCE OF THE BRAZILIAN SECURITIES EXCHANGE COMMISSION AS A REGULATOR OF THE CAPITAL MARKET: AN ANALYSIS IN LIGHT OF THE CURRENT POLITICAL AND ECONOMIC CONTEXT

Ana Paula da Silva Liberalino

RESUMO

O mercado de valores mobiliários – ou mercado de capitais – é o segmento do sistema financeiro no qual são realizadas operações de compra e venda de títulos como ações, debêntures, bônus de subscrição, dentre outros. O seu objetivo é possibilitar a transferência direta de recursos entre os agentes econômicos: investidores e empresas (sociedades anônimas de capital aberto). Assim, de um lado têm-se os interesses das companhias em obter financiamento à suas atividades e aos seus projetos, e, por outro lado, há pessoas jurídicas ou físicas que possuem recursos financeiros excedentes e, assim, investem em alguma atividade empresarial buscando o aumento de suas próprias riquezas. Essa dinâmica é de grande importância para o desenvolvimento empresarial e, conseqüentemente, para o crescimento econômico do país. Reconhecendo tal fato, a legislação brasileira atribui à Comissão de Valores Mobiliários (CVM) a finalidade de regular e fiscalizar o mercado de capitais, bem como de sancionar um agente econômico quando averiguar a ocorrência de ilícito contra esse segmento do sistema financeiro. Uma atuação eficiente da CVM gera confiança aos investidores, estimulando, portanto, o aumento da compra e venda de títulos mobiliários. Entretanto, o atual contexto político-econômico brasileiro, afetado pelos inúmeros escândalos relativos ao envolvimento de grandes companhias em atos de corrupção, tem prejudicado substancialmente a credibilidade da CVM e, conseqüentemente, do mercado de capitais. O problema está intrinsecamente relacionado à eficácia das suas funções de fiscalizar e sancionar, tendo em vista a morosidade em seus processos – quando não inexistentes – de apuração e sanção dos ilícitos financeiros, à contrário *sensu* da agilidade exigida pelo mercado – sobretudo diante da hodierna conjuntura de crise político-econômica. Diante de tais apontamentos, este trabalho tem por objetivos: (i) expor acerca do mercado de capitais e da sua importância à atividade empresarial; (ii) analisar as funções da CVM e os efeitos da sua atuação à luz do atual contexto político-econômico; e, por fim (iii) debater a Medida Provisória n.º 784/2017 e propor outras soluções atinentes à atuação da CVM enquanto órgão regulador do mercado de capitais brasileiro.

Palavras-chave: Comissão de Valores Mobiliários. Mercado de capitais. Regulação.

ABSTRACT

The securities market – or capital market – is the segment of the financial system in which the purchase and sell of securities, such as stocks, bonds, subscription bonus, and others are executed. Its objective is to enable the direct transfer of resources between economic agents: investors and companies (publicly held companies). So, on the one side, there is the companies' interest in obtaining financing for their activities and projects, and, on the other side, there are

¹ Monografia apresentada à Universidade Federal Rural do Semi-Árido como requisito parcial para obtenção do título de bacharel em Direito. Orientador: Prof. Dr. Luiz Felipe Monteiro Seixas.

legal or individual people who have surplus financial resources and, so, invest in some business activity seeking the increase of their own wealth. That dynamic is of great importance for enterprise development and, consequently, for the country's economic growth. Recognizing this fact, Brazilian law assigns to the Brazilian Securities and Exchange Commission (CVM) the finality of regulating and supervising the capital market, as well as to sanction an economic agent when find out the occurrence of an illicit against that segment of the financial system. An efficient performance of CVM generate confidence to investors, stimulating the increase in the securities' purchase and sell. However, the current Brazilian political and economic context, affected by the numerous scandals related to the involvement of large companies in corruption's acts, has substantially damaged the CVM's credibility and, consequently, the capital market. The problem is intrinsically related to the effectiveness of its functions of supervising and sanctioning, in view of the slowness in its processes - when nonexistent - of investigating and sanctioning the financial illicit, in contrast to the agility demanded by the market – especially in view of the current conjuncture e of crisis. In view of these notes, this paper aims to: (i) explain about the capital market and its importance to business activity; (ii) analyze the CVM's functions and the effects of its performance in light of the current political and economic context; and (iii) discuss the Provisional Presidential Decree n.º 784/2017 and to propose other solutions related to the CVM's activities as a regulator of the Brazilian capital market.

Keywords: Brazilian Securities and Exchange Commission. Capital market. Regulation.

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	6
2 A EMPRESA E O MERCADO DE CAPITAIS	8
2.1 Breves conceitos e apontamentos iniciais.....	8
2.2 O desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro e a criação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM)	10
3 AS FUNÇÕES DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS E A SUA ATUAÇÃO ANTE O CONTEXTO POLÍTICO-ECONÔMICO BRASILEIRO	12
3.1 As funções e finalidades da CVM.....	12
3.2 As decorrências da atuação da CVM ao mercado de capitais e ao desenvolvimento empresarial	14
3.3 O atual contexto político-econômico brasileiro e a atuação sancionatória da CVM	16
4 A MP N.º 784/2017, A LEI N.º 13.506/2017 E OUTRAS PROPOSTAS DE APERFEIÇOAMENTO À ATUAÇÃO DA CVM	20
4.1 As mudanças implementadas pela MP n.º 784/2017 e pela Lei n.º 13.506/2017 e os seus efeitos práticos.....	20
4.2 Demais propostas de aperfeiçoamento à atuação da CVM.....	24
5 CONCLUSÃO.....	27
REFERÊNCIAS	30

1 INTRODUÇÃO

Imagine que, apesar de a experiência ter demonstrado ser a poupança um meio fundamental para a realização de muitos projetos pessoais, um indivíduo, detentor de considerável quantia economizada durante um bom tempo, percebeu que, para uma melhor aplicação do seu capital e com uma boa expectativa de retorno, precisa investi-lo e, assim, decide comprar ações no mercado de capitais.

Ciente dos riscos que envolvem qualquer investimento e, em busca de minimizá-los, o indivíduo procurou obter mais informações acerca da atividade empresária da qual deseja adquirir ações, bem como buscou esclarecimentos acerca da proteção dos seus direitos enquanto investidor.

Por meio de uma breve pesquisa, o indivíduo averiguou que a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) é a autarquia federal responsável por estabelecer a estrutura normativa e operacional de tal segmento financeiro, devendo proporcionar, portanto, segurança, transparência e eficiência nas operações realizadas. O indivíduo destacou, sobretudo, a função da entidade reguladora relativa à proteção da confiabilidade e da credibilidade do mercado acionário, de modo a atrair investidores e, por conseguinte, a proporcionar o desenvolvimento mercadológico.

Não obstante, o indivíduo se deparou com relatos acerca de apurações relacionadas à prática de condutas indevidas em prejuízo dos investidores, como o recente caso de *insider trading* praticado pela JBS – a qual realizou a compra de dólares e a venda de inúmeras ações antes da divulgação da delação dos acionistas controladores da companhia –, assim como os fatos envolvendo a Petrobras – concernentes a falhas no repasse de informações relevantes ao mercado.

De modo a certificar-se de que será possível obter proteção administrativa – célere, inclusive – em caso de ser praticada uma fraude pela companhia na qual, porventura, se invista, o indivíduo buscou informações acerca da atuação sancionatória da CVM e verificou, entretanto, a inexistência de qualquer condenação da JBS ou da Petrobras em razão das condutas contrárias ao aparato regulatório do mercado de capitais – não obstante terem se passado mais de quatro anos de apurações da Operação Lava Jato, da qual se obteve resultados impressionantes advindos das atuações do Ministério Público Federal (MPF) e do Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE).

Indaga-se: o indivíduo, enquanto futuro agente econômico, se tivesse igual oportunidade de investir nas companhias brasileiras, por exemplo, mas mediante a compra de títulos fora do país – à outra Bolsa de Valores, portanto –, em virtude da garantia de maior segurança jurídica aos seus direitos, sentir-se-ia inclinado ao investimento no mercado de capitais brasileiro ou estrangeiro?

Essa é uma das atuais ponderações que mais preocupa os estudiosos do mercado de valores mobiliários brasileiro e, ao contrário do que inicialmente se imagina, não é só um indivíduo inexperiente que a faria: grandes investidores – senão principalmente estes, em virtude das vultosas quantias aplicadas – também analisam a estrutura regulatória de um mercado de capitais antes de adquirir ações ou outros títulos. Ademais, pode-se até afirmar que, além da análise das demonstrações financeiras das empresas, os agentes econômicos preocupam-se com informações externas ao desempenho produtivo – como, por exemplo, as notícias divulgadas pela mídia.

Destarte, em caso de instabilidade política – como a que o Brasil enfrenta atualmente –, a CVM deve exercer um papel ainda mais efetivo quanto à promoção de confiança nas instituições mercadológicas e à manutenção de informações claras nas negociações, de modo a evitar que o investidor adote uma postura de relutância à aquisição de valores mobiliários do mercado brasileiro – dado os efeitos econômicos devastadores advindos de tal desestímulo.

Tendo em vista tais apontamentos, questiona-se: a CVM, diante o atual contexto político-econômico do Brasil, está exercendo de forma eficaz as suas funções, atingindo, portanto, os seus fins regulatórios de modo a promover confiança aos investidores e, assim, estimular o desenvolvimento do mercado de capitais? Se não, quais seriam as soluções para que tal entidade, frente aos hodiernos desafios, possa fortalecer o exercício de seus poderes?

Com o propósito de responder a tais perguntas, este trabalho analisará o mercado de capitais, visando a compreensão de seu desenvolvimento e a sua relação com a atividade empresária. Em seguida, serão apreciadas as funções atribuídas à CVM enquanto autarquia reguladora, bem como os efeitos da sua atuação à luz da crise político-econômica vigente no país. Finalmente, refletir-se-á acerca das mudanças implementadas pela Medida Provisória n.º 784/2017, assim como serão apresentadas outras propostas atinentes à adoção de medidas e instrumentos concorrentes ao fortalecimento da CVM, principalmente no que se refere aos seus poderes investigativo e sancionatório.

2 A EMPRESA E O MERCADO DE CAPITAIS

2.1 Breves conceitos e apontamentos iniciais

A Constituição Federal de 1988, em seu art. 173², reserva aos particulares – pessoas físicas ou jurídicas – a exploração da atividade econômica e, desse modo, a propulsão ao desenvolvimento mercadológico, observadas as limitações relativas ao papel normativo e regulador do Estado na economia³.

Por sua vez, existem diversas formas pelas quais um indivíduo atua economicamente, visto que pode: (i) trabalhar, sozinho ou em grupo, em atividades autônomas; (ii) estabelecer uma relação de emprego e ser remunerado por seu trabalho através de salário; e, por fim, (iii) estruturar uma empresa para otimizar as relações com o mercado, potencializando a concretização de suas vantagens lucrativas – nesta opção se encontra o objeto do direito empresarial⁴.

Não obstante, a empresa é a forma mais significativa de atuação no mercado, em virtude de, mediante a sua própria organização, gerar empregos, investimentos internos e externos, circulação de riquezas, inovações tecnológicas e outros benefícios socioeconômicos⁵.

Visto que a atividade empresarial é composta por uma série de operações – fatos materiais e atos jurídicos – organizadas, as quais sucedem no tempo e estão ligadas entre si por um fim comum⁶, torna-se necessário dispendir, continuamente, recursos financeiros voltados ao seu aperfeiçoamento produtivo – para empregar, por exemplo, na compra de novas máquinas e equipamentos, em treinamentos de pessoal, em inovação tecnológica, na expansão da capacidade etc. Tal demanda por grande soma de investimento manifesta-se de forma ainda

² “Art. 173. Ressalvados os casos previstos nesta Constituição, a exploração direta de atividade econômica pelo Estado só será permitida quando necessário aos imperativos da segurança nacional ou a relevante interesse coletivo, conforme definidos em lei. ”

³ “Art. 174. Como agente normativo e regulador da atividade econômica, o Estado exercerá, na forma da lei, as funções de fiscalização, incentivo e planejamento, sendo este determinante para o setor público e indicativo para o setor privado. ”

⁴ MAMEDE, Gladston. *Manual de direito empresarial*. 8. ed. São Paulo: Atlas, 2013. p. 05.

⁵ Reforçando tal afirmação, o IBGE (Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística) disponibilizou dados segundo os quais, em 2015, existiam cerca de 4,6 milhões de empresas ativas, responsáveis por ocupar 40,2 milhões de pessoas, sendo 33,6 milhões (83,6%) como assalariados e 6,6 milhões (16,4%) na condição de sócios ou proprietários. (INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA – IBGE. *Estatísticas de empreendedorismo 2015*. Rio de Janeiro, 2017. p. 28. Disponível em: <<https://biblioteca.ibge.gov.br/index.php/biblioteca-catalogo?view=detalhes&id=2101341>>. Acesso em 17-3-18.).

⁶ ASQUINI, Alberto. Perfis da empresa. Tradução de Fábio Konder Comparato. *Revista de Direito Mercantil, Industrial e Financeiro*, v. 35, n.º 104, out/dez, 1996, p. 109-126. São Paulo. p. 117.

mais acentuada na Sociedade Anônima (S.A.) de capital aberto – a qual se trata de forma societária geralmente adotada por grandes empreendimentos visando o amplo financiamento.

Para a obtenção do capital imprescindível ao exercício produtivo, a empresa utiliza-se das instituições, produtos e instrumentos componentes do Sistema Financeiro Nacional (SFN), pelos quais há a transferência dos recursos financeiros dos agentes poupadores – ou superavitários, os quais têm excesso de capital mas não possuem oportunidade de empregá-los – para os deficitários – ou seja, aqueles carentes de riquezas suficientes às finalidades almejadas –, harmonizando, portanto, as necessidades entre ambos.

O mercado de capitais – um dos segmentos do SFN – permite a socialização do investimento e do risco da atividade empresária, na medida em que há a pulverização da participação na propriedade da empresa, seja através do financiamento do capital de giro, do arrendamento mercantil, da oferta pública de ações ou, ainda, da caderneta de poupança. Desse modo, tal mercado constitui um importante instrumento ao desenvolvimento de grandes empreendimentos – companhias, portanto –, visto que possibilita a atração de vultosas quantias de capital.

Entretanto, até o período que seguiu o processo de industrialização no Brasil – o qual iniciou antes da Segunda Guerra Mundial –, as organizações mercantis mantinham-se, praticamente, com recursos próprios. Ainda que geralmente limitado à essa forma, podia-se verificar, por vezes, a obtenção, via instituições financeiras bancárias, de créditos a curto prazo – meio este que se mostrou insuficiente aos grandes investimentos dos quais a indústria brasileira começou a carecer, principalmente em razão da necessidade, cada vez maior, de obter tecnologia dispendiosa capaz de aperfeiçoar e aumentar a produção⁷.

Da mesma forma ocorria quanto aos agentes superavitários, haja vista que estes, até meados de 1960, investiam, principalmente, no mercado imobiliário, evitando-se títulos públicos ou privados⁸.

Conforme explica LUCY APARECIDA DE SOUSA⁹, em tal período, a estrutura financeira era voltada ao financiamento de bens duráveis e, dentre os fatores que levavam à

⁷ RIBEIRO, Francisco da Cunha. Mercado de Capitais. In: *Revista Brasileira de Economia*, v. 25, n.º 02. Rio de Janeiro: Fundação Getúlio Vargas, 1971. p. 05. Disponível em: <<http://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/rbe/article/view/56/6211>>. Acesso em: 17-3-18.

⁸ Dados disponíveis em:

<http://www.portaldoinvestidor.gov.br/menu/Menu_Academico/O_Mercado_de_valores_mobiliarios_brasileiro/Historia_Mercado-Capitais.html>. Acesso em: 17-3-18.

⁹ SOUSA, Lucy Aparecida de. *O Mercado de Capitais Brasileiro no período de 1987-97*. Tese de Doutorado. Campinas: Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas, 1998. p. 11. Disponível em: <http://repositorio.unicamp.br/jspui/bitstream/REPOSIP/285697/1/Sousa_LucyAparecida_D.pdf>. Acesso em: 17-03-18. Nessa passagem, a autora faz referência à BIELSCHOWSKY (1995).

essa distanciação do mercado de capitais – e, portanto, da sua pouca relevância econômica na época –, encontravam-se a ausência de fiscalização e de disciplina legal, bem como a *precária organização da bolsa de valores mobiliários*¹⁰, causando, consequentemente, a desconfiança e o desestímulo aos investidores¹¹. Desse modo, as discussões quanto às reformas necessárias tiveram como um dos principais pontos a *criação de novas instituições financeiras e, ademais, de instrumentos de financiamento para consumo, capital de giro e inversão fixa, fortalecendo, portanto, o mercado acionário*.

Esse contexto começou a sofrer substancial alteração em 1964, quando, a partir do Programa de Ação Econômica do Governo (PAEG), iniciou-se a implementação de políticas voltadas à reestruturação do sistema financeiro¹². Nesse sentido, várias das medidas criadas foram direcionadas ao estímulo à poupança, ao investimento em valores mobiliários e à regulamentação do mercado de capitais¹³, o que, consequentemente, atraiu a participação dos agentes econômicos ao segmento acionário.

2.2 O desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro e a criação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM)

As mudanças implementadas no SFN, voltadas ao impulso do mercado de capitais – sobretudo no que diz respeito aos incentivos fiscais concedidos pelo Decreto-lei n.º 157/1967 –, atraíram uma grande quantidade de recursos à tal segmento financeiro, causando um descontrolado aumento de ações negociadas na Bolsa de Valores¹⁴ e, assim, o acelerado e

¹⁰ SOUZA, 1998 apud RODRIGUES, Ana Carolina. A evolução do mercado de capitais brasileiro e o perfil do acionista minoritário no Brasil. In: *Revista Jurídica da Presidência*, v. 14, n.º 103, p. 405-427. Brasília, 2012. p. 408. É importante destacar que a Lei de Usura e as altas taxas de inflação também foram elementos que contribuíram para tal realidade mercadológica vigente até 1964. (YAZBEK, Otavio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009. p. 267-268.).

¹¹ RIBEIRO, *op. cit.*, p. 07.

¹² RODRIGUES, *op. cit.*, p. 408.

¹³ Como exemplos das medidas tomadas de 1964 à 1971, veja-se as Leis n.º 4.357/1964 (autorizou a emissão de Obrigações do Tesouro Nacional, alterou a legislação do imposto de renda e conferiu benefícios fiscais para investimentos no mercado de valores mobiliários), n.º 4.728/1965 (regulamentou o Mercado de Capitais), n.º 4.595/1964 (dispôs sobre a Política e as Instituições Monetárias, Bancárias e Creditícias, bem como criou o Conselho Monetário Nacional e o Banco Central do Brasil), e o Decreto-lei n.º 157/1967 (concedeu estímulos fiscais à capitalização das empresas, reforçou os incentivos à compra de ações e facilitou o pagamento de débitos fiscais). Ademais, nesse período foram fundadas a Associação dos Bancos de Investimento e Desenvolvimento (Abamec), a Associação dos Analistas de Mercado de Capitais (Anbid) e o Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais. Dados disponíveis em: < <http://ibmec.org.br/mercado-de-capitais/>>. Acesso em: 17-3-18.

¹⁴ VIDOR, George. *A história da CVM pelo olhar de seus ex-presidentes*. Rio de Janeiro: AMBIMA e BM&FBOVESPA, 2016. p. 24. Disponível em: <http://www.portaldoinvestidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/CVM_40anos_LIVRO-COMPLETO-051216xtr.pdf>. Acesso em: 17-3-18.

contínuo crescimento das cotações acionárias. Tratava-se, portanto, do *boom* especulativo ocorrido no início da década de setenta, para o qual o mercado de capitais ainda não dispunha de regulação satisfatória.

Verificou-se que, em contrapartida à emissão de títulos mobiliários pelas empresas, a demanda pela compra de ações era cada vez mais crescente por parte dos investidores. Muitas vezes, inclusive, eram lançados títulos omitindo-se informações aos *players* do mercado, em claro desprezo aos investidores, prejudicando estes e, conseqüentemente, afetando a recém desenvolvida reputação do mercado de capitais¹⁵.

Desse modo, seguido à desenfreada expansão do mercado de capitais ocorrida anteriormente, sobreveio o *crash* de 1971. Em outras palavras, houve uma expressiva queda nas cotações, acompanhada da desvalorização dos valores investidos e da inadimplência e quebra dos investidores¹⁶.

Tornou-se imperioso, portanto, agregar regulamentação e fiscalização às medidas de incentivo ao crescimento do mercado de capitais estabelecidas anteriormente, haja vista que a evolução de tal segmento financeiro deve estar atrelada a políticas e órgãos regulatórios a fim de: (i) evitar a percepção indevida de lucro em prejuízo de terceiros; (ii) fortalecer a reputação do mercado de valores mobiliários frente aos agentes econômicos, principalmente mediante a proteção do investidor, propiciando a sua confiança e atraindo, portanto, investimentos; e, por fim, (iii) alcançar o objetivo maior do sistema financeiro como um todo, qual seja, o desenvolvimento econômico do país.

É nesse contexto de carência de regulação do mercado de valores mobiliários e de ausência de confiança dos agentes econômicos que foram editados dois novos diplomas legais, os quais são considerados como os *pilares da disciplina jurídica do mercado de capitais*¹⁷: as Leis n.º 6.404/1976 – regulando as Sociedades Anônimas – e n.º 6.385/1976 – a qual dispôs acerca do mercado de capitais e criou a Comissão de Valores Mobiliários (CVM)¹⁸.

¹⁵ *Ibidem*, p. 24. No mesmo sentido, ARY OSWALDO MATTOS FILHO e VIVIANE MULLER PRADO observam que o sistema de informações das Sociedades Anônimas emissoras era inadequado, aumentando, por conseguinte, a assimetria de informações e o abuso na atuação de alguns agentes econômicos do mercado de valores mobiliários. (FILHO, Ary Oswaldo Mattos; PRADO, Viviane Muller. Tentativas de desenvolvimento do mercado acionário brasileiro desde 1964. In: LIMA, Maria Lúcia L. M. Padua. (Org.). *Agenda contemporânea: direito e economia: 30 anos de Brasil*. vol. 2. São Paulo: Saraiva, 2012. p. 207.

¹⁶ WELCH, 1993, apud SOUSA, *op. cit.*, p. 13.

¹⁷ FILHO; PRADO, *op. cit.*, p. 208-211

¹⁸ VIDOR, *op. cit.*, p. 31.

A CVM é uma entidade autárquica em regime especial – ou seja, possui o *status* de agência reguladora¹⁹ –, vinculada ao Ministério da Fazenda, com poderes para disciplinar e fiscalizar não só o funcionamento do mercado de valores mobiliários, como também o das companhias abertas. Essas atribuições tornaram-se necessárias diante a experiência negativa do *crash* de 1971, o qual demonstrou que a defesa da economia do país e o funcionamento regular do mercado de capitais exigem a tutela do Estado mediante a fixação de normas para a emissão de títulos, a divulgação de dados sobre a companhia emitente e a negociação dos valores mobiliários no mercado. Ademais, a instituição da CVM justifica-se também pela sua imprescindível função sancionatória, punindo, portanto, os abusos cometidos pelos agentes econômicos no mercado de capitais²⁰.

3 AS FUNÇÕES DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS E A SUA ATUAÇÃO ANTE O CONTEXTO POLÍTICO-ECONÔMICO BRASILEIRO

3.1 As funções e finalidades da CVM

De acordo com o exposto e, tendo em vista a importância do mercado de capitais para o desenvolvimento econômico brasileiro e, portanto, o interesse estatal na proteção de sua capacidade funcional²¹, depreende-se que o surgimento da CVM está intimamente ligado à necessidade de regulação específica de tal segmento financeiro.

Em outras palavras, objetivando prioritariamente o bom desempenho do mercado de capitais²², instituiu-se a CVM, enquanto entidade reguladora, para estabelecer parâmetros legais que, em suma, limitem a liberdade dos agentes econômicos atuantes no mercado de valores mobiliários, exercendo os seus poderes de disciplinar (função normativa), fiscalizar e, por conseguinte, sancionar – já que pouca ou nenhuma eficácia teria o poder de polícia da CVM se esta não fizesse uso de sanções contra os ilícitos financeiros²³.

¹⁹ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais – regime jurídico*. 2. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2008. p. 244.

²⁰ Consoante disposto na exposição de motivos da Lei n.º 6.385/1976, disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/leis-decretos/lei6385.html>>. Acesso em: 17-3-18.

²¹ KÜMPEL, Siegfried. *Direito do Mercado de Capitais – do ponto de vista do direito europeu, alemão e brasileiro – uma introdução*. Rio de Janeiro: Renovar, 2007. p. 22.

²² PROENÇA, José Marcelo Martins. *Insider Trading – regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2005. p. 177.

²³ Conforme consta na exposição de motivos da Lei n.º 6.385/1976, *op. cit.*

É imperioso destacar que, conforme se depreende do art. 4.º e incisos, da Lei n.º 6.385/1976, a regulação realizada pela CVM tem como objetivos principais²⁴: (i) a proteção dos investidores – ao estabelecer normas que regulamentam a conduta dos emissores de valores mobiliários²⁵ e dos intermediários financeiros²⁶; (ii) a eficiência do mercado – quanto à determinação das cotações dos títulos, à alocação dos recursos e às operações entre os investidores²⁷; (iii) a criação e manutenção de instituições íntegras, confiáveis e competitivas – estipulando regras de funcionamento para tais; (iv) evitar a concentração do poder econômico – ou seja, a pouca competitividade; e (v) coibir situações em que intermediários financeiros, acionistas controladores e administradores de emissoras tenham interesses contrários aos de seus clientes ou acionistas minoritários.

Em suma, haja vista que o mercado de capitais precisa ser livre, competitivo e informado (ou seja, eficiente), bem como confiável e munido de adequada proteção e harmonização de interesses de todos os que nele transacionam, a atuação da CVM está pautada em tais necessidades de eficiência e confiabilidade – condições essenciais à promoção da expansão e desenvolvimento desse mercado²⁸.

No que diz respeito ao seu poder *normativo*, a CVM regulamenta o registro e a admissão à negociação de valores mobiliários no mercado, delibera acerca da emissão de novas ações, disciplina os mercados futuros e de balcão, legitima a constituição de sociedades abertas e de outros agentes mercadológicos – como bolsas de valores, corretoras etc.²⁹.

Conforme expressa o art. 8.º, II e V, da Lei n.º 6.385/1976, tal autarquia federal também possui a função de *fiscalizar*, ininterruptamente, as atividades e os serviços do mercado de capitais – enumeradas no art. 1.º do mesmo diploma legal –, bem como as companhias abertas e demais agentes econômicos participantes de tal segmento financeiro. Ademais, o art.

²⁴ EIZIRIK; GAAL; PARENTE; HENRIQUES, *op. cit.*, p. 18-22.

²⁵ Para tanto, a CVM, mediante normas, obriga os emissores de valores mobiliários a divulgar elementos informativos relevantes e capazes de conscientizar o cidadão quanto ao investimento a ser realizado, bem como veda a utilização de informações privilegiadas – prática denominada *insider trading*. (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Portal do investidor. *O papel da CVM*. Disponível em: <http://www.portaldoinvestidor.gov.br/menu/primeiros_passos/papel_CVM.html>. Acesso em: 17-3-18.) Cf. art. 21-A, da Lei n.º 6.385/1976 e as Instruções Normativas n.º 358/2002 (a qual disciplina a disponibilização e uso das informações no mercado de capitais brasileiro) e n.º 409/2004 (que estabelece parâmetros legais para a divulgação de informações mínimas essenciais ao mercado) da CVM.

²⁶ Com relação aos intermediários financeiros, a CVM busca proibir a prática de manipulação do mercado, eliminar conflitos de interesses, impedir a discriminação de clientes e promover o tratamento adequado a estes quanto às suas necessidades financeiras. (EIZIRIK; GAAL; PARENTE; HENRIQUES, *op. cit.*, p. 20.).

²⁷ PINHEIRO, 2005, apud EIZIRIK; GAAL; PARENTE; HENRIQUES, *ibidem*, p. 20.

²⁸ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Portal do investidor. *Regulação x autoregulação*. Disponível em: <http://www.portaldoinvestidor.gov.br/menu/Menu_Investidor/a_cvm/Regulacao_Autorregulacao.html>. Acesso em: 17-3-18.

²⁹ PROENÇA, *op. cit.*, p. 177-178.

9.º confere à fiscalização exercida pela CVM os poderes de: (i) analisar registros contábeis, livros e documentos das atividades empresárias, auditores, fundos etc.; (ii) intimar pessoas para prestar esclarecimentos; (iii) requisitar informações de órgãos públicos; (iv) determinar a republicação de demonstrações financeiras, relatórios e outras informações; (v) apurar, mediante processo administrativo, atos ilegais; e dentre outras atribuições necessárias à averiguação de fatos e posterior punição de condutas fraudulentas.

Por fim, quanto ao poder *sancionatório*, o art. 11, da Lei n.º 6.385/1976, com redação alterada pela Lei n.º 9.457/1997 e pela Medida Provisória n.º 784/2017, dispõe que a CVM poderá impor aos infratores das normas que regem o mercado de capitais as seguintes penalidades: (i) advertência; (ii) multa; (iii) inabilitação para o exercício de cargo de administrador ou de conselheiro fiscal; (iv) suspensão da autorização ou registro para o exercício das atividades mercadológicas; (v) inabilitação temporária para praticar atos referentes ao segmento financeiro em questão; e (vi) proibição de atuar, direta ou indiretamente, em modalidades de operações no mercado³⁰.

3.2 As decorrências da atuação da CVM ao mercado de capitais e ao desenvolvimento empresarial

Haja vista que o desenvolvimento econômico e, por conseguinte, os elementos sociais que o caracterizam – como a diminuição da desigualdade e do desemprego, o aumento das qualidades de vida e da educação e dentre outras melhorias voltadas à promoção do bem-estar dos indivíduos³¹ – são, consoante o art. 173, *caput*, da CF, liderados pelos ganhos advindos da iniciativa privada, o crescimento das atividades empresárias é fundamental para proporcionar tais benefícios.

Por conseguinte, uma vez que não há crescimento sem investimento, torna-se crucial para o Estado viabilizar meios pelos quais seja possível não só o gozo da *liberdade de empreendimento* – direito ao exercício de qualquer atividade econômica, independentemente de autorização de órgão público, ressalvadas as limitações legais e as que provenham de outros

³⁰ Ressalte-se que as discussões relativas à *função sancionatória* da CVM serão expandidas nos tópicos subsequentes.

³¹ Observe-se que o crescimento econômico, a diminuição dos níveis de pobreza, a melhoria das condições de saúde, nutrição, educação, moradia e transporte são elementos caracterizadores do desenvolvimento econômico. (ROGERS, Pablo. *Governança corporativa, mercado de capitais e crescimento econômico no Brasil*. Dissertação de Mestrado. Uberlândia: Universidade Federal de Uberlândia, 2006. p. 33-34. Disponível em: <<http://www.pablo.prof.ufu.br/artigos/dissrogers.pdf>>. Acesso em: 17-3-18.).

interesses tutelados pelo ordenamento jurídico –, como também o fortalecimento e a potencialização da produção e infraestrutura das empresas mediante o financiamento.

Conforme destacado anteriormente, o mercado de capitais é um dos principais segmentos financeiros – se não o mais eficiente e produtivo, na medida em que possui, geralmente, alta e imediata liquidez³² – pelo qual uma atividade empresária, por meio da emissão pública de seus valores mobiliários, pode obter financiamento para reinvestir em sua própria organização interna: comprando novos equipamentos e tecnologias, contratando mais funcionários e realizando diversos outros contratos mobilizadores da economia nacional.

Se forte e organizado – ou seja, se regulado de maneira eficaz pela CVM –, o mercado de capitais propicia não só a composição dos objetivos dos agentes econômicos – investidor e empresário –, como também transforma a ordem econômica e social, beneficiando não somente aos diretamente envolvidos na relação de transferência de recursos, mas a toda coletividade, uma vez que contribui para: (i) a livre alocação de recursos, da qual decorre o (ii) favorecimento de projetos mais lucrativos, (iii) impulsionando, necessariamente, o crescimento dos setores produtivos da economia e, assim, (iv) proporcionando riqueza na região na qual se exerce empresa³³. Há, portanto, forte relação entre o desenvolvimento econômico e o aperfeiçoamento do mercado de valores mobiliários³⁴.

Tendo em vista a importância socioeconômica do mercado de capitais e, ademais, o fato de a atração dos agentes econômicos à participação de tal segmento financeiro não depender apenas da aparência e da liquidez dos valores mobiliários – mas também da transparência e lealdade nos negócios realizados, da seriedade dos intermediários e da fiscalização contínua quanto à sua solvência, bem como da ampla disponibilidade de informações aos investidores³⁵ –, torna-se imperioso uma atuação forte, ininterrupta e célere da CVM – principalmente no que diz respeito às suas funções de fiscalizar e de sancionar –, de modo a proporcionar credibilidade ao mercado, atrair investimentos e estimular, por conseguinte, o desenvolvimento empresarial.

De modo contrário, o investidor pode adotar uma postura de relutância, evitando, portanto, a aquisição de valores mobiliários, se julgar inadequada a estrutura regulatória do mercado de capitais ou, ainda, se não lhe for proporcionada confiança nas instituições

³² PROENÇA, *op. cit.*, p. 77.

³³ PROENÇA, *ibidem*, p. 78.

³⁴ No mesmo sentido, *cf.* INSTITUTO BRASILEIRO DE MERCADO DE CAPITAIS – IBMEC. *O papel do Mercado de Capitais na economia brasileira*. Disponível em: <<http://ibmec.org.br/principal/o-papel-do-mercado-de-capitais-na-economia-brasileira/>>. Acesso em: 17-3-18.

³⁵ KÜMPEL, *op. cit.*, p. 233.

mercadológicas e na manutenção de informações claras nas negociações – elementos estes que, segundo JOSÉ MARCELO MARTINS PROENÇA, possuem o caráter de *conditio sine qua non* para o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários³⁶.

3.3 O atual contexto político-econômico brasileiro e a atuação sancionatória da CVM

Em meados de 2010, o Brasil experimentou um *boom* em sua economia – refletido pelo crescimento desta em cerca de 7,5%, o maior em um quarto de século³⁷ –, gerando, por conseguinte, expectativas nacionais e internacionais quanto ao futuro promissor do país.

Consoante a breve análise realizada, em 2009, pela revista *The Economist*³⁸, o crescimento econômico brasileiro não foi repentino, mas baseado em passos iniciais realizados na década de 1990, quando se estabeleceu um conjunto de políticas voltadas ao desenvolvimento da economia: por meio do controle da inflação e das dívidas, da autonomia concedida ao Banco Central (BC), da abertura ao comércio exterior e ao investimento, da privatização de indústrias estatais, dentre outras medidas.

Esse contexto estimulou a expansão de companhias multinacionais brasileiras, como a petrolífera Petrobras, a mineradora Vale, a siderúrgica Gerdau e a JBS, uma das maiores produtoras mundiais de carne. Ademais, o mercado, impulsionado pela queda da pobreza e pelo aumento do consumo, atraiu de forma significativa o investimento estrangeiro³⁹.

Entretanto, alguns pontos negativos – como os altos índices de corrupção e de impunidade em relação à tal prática, e, além disso, o aumento substancial das despesas governamentais em contraste ao crescimento da economia⁴⁰ – persistiam e, posteriormente, influenciaram a intensa crise político-econômica que o Brasil vivencia desde 2014.

Atualmente, um dos aspectos que mais agrava a desconfiança no mercado brasileiro e, conseqüentemente, dificulta a sua recuperação, refere-se aos inúmeros casos de corrupção que vêm sendo descobertos desde 2014, período no qual se iniciou a operação Lava Jato. Esta, vale observar, visa a investigação de práticas corruptivas e de lavagem de dinheiro cometidos por organizações criminosas – compostas de empresas e indivíduos de grande influência

³⁶ PROENÇA, *op. cit.*, p. 76.

³⁷ PORTAL BRASIL. *PIB cresce 7,5% em 2010*. Disponível em: <<http://www.brasil.gov.br/economia-e-emprego/2011/03/pib-cresce-7-5-em-2010>>. Acesso em 17-3-18.

³⁸ THE ECONOMIST. *Brazil takes off*. 2009. Disponível em: <<http://www.economist.com/node/14845197>>. Acesso em: 17-3-18.

³⁹ *Ibidem*.

⁴⁰ *Ibidem*.

política e econômica –, envolvendo, inclusive, a Petrobras – da qual se estima o desvio de bilhões de recursos⁴¹.

Depois de mais de quatro anos de apurações da Lava Jato, os resultados da atuação do MPF – na primeira instância⁴² e no Supremo Tribunal Federal⁴³ –, são surpreendentes. Já no âmbito de competência do Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE), além do trâmite de vários inquéritos investigando a existência de cartéis no âmbito da Lava Jato⁴⁴, já foram realizados, em conjunto com o MPF, inúmeros acordos de leniência com empresas e indivíduos envolvidos⁴⁵.

Entretanto, não obstante o mercado de capitais ter sofrido direta – haja vista que foi alvo de ilícitos realizados por companhias relacionadas à operação Lava Jato⁴⁶ – e indiretamente – pois, enquanto um dos setores mais dinâmicos da economia, é influenciado também por

⁴¹ MINISTÉRIO PÚBLICO FEDERAL. Lava Jato. *Entenda o caso*. Disponível em: <<http://lavajato.mpf.mp.br/entenda-o-caso>>. Acesso em: 17-3-18.

⁴² Até 01 de março de 2018 (data na qual houve a última atualização dos dados) verificou-se que, somente na primeira instância, foram instaurados 1.765 procedimentos, bem como foram realizados 944 mandados de buscas e apreensões, 227 conduções coercitivas, 103 prisões preventivas, 118 prisões temporárias; 6 prisões em flagrante, 395 pedidos de cooperação internacional, 163 acordos de colaboração premiada firmados com pessoas físicas, 11 acordos de leniência, 1 termo de ajustamento de conduta, 72 acusações criminais contra 289 pessoas – das quais 39 já foram sentenciadas – e 8 acusações de improbidade administrativa). Vale observar que as acusações criminais propostas pelo MPF são relativas à prática de corrupção, aos crimes contra o sistema financeiro internacional, ao tráfico transnacional de drogas, à formação de organização criminosa, à lavagem de ativos e dentre outros delitos. (MINISTÉRIO PÚBLICO FEDERAL. Lava Jato. *Atuação na 1.ª instância*. Disponível em: <<http://lavajato.mpf.mp.br/atuacao-na-1a-instancia/resultados/a-lava-jato-em-numeros>>. Acesso em: 17-3-18.

⁴³ Quanto aos resultados da operação Lava Jato no STF, verifica-se que, até 12 de janeiro de 2018 (data na qual houve a última atualização dos dados), foram instaurados 193 inquéritos, além de apresentadas 36 denúncias relativas a 100 acusados, bem como processaram-se 7 ações penais e 121 acordos de colaboração premiada submetidos ao STF. Dados disponíveis em: <<http://lavajato.mpf.mp.br/atuacao-no-stj-e-no-stf/resultados-stf/a-lava-jato-em-numeros-stf>>. Acesso em: 17-3-18.

⁴⁴ Cf. dados disponíveis em: <<http://www.cade.gov.br/noticias/cade-mpf-go-e-policia-federal-realizam-operacao-para-investigar-suposto-cartel-em-licitacoes-de-ferrovias>>, <<http://www.cade.gov.br/noticias/cade-investiga-cartel-em-licitacoes-de-edificacoes-especiais-da-petrobras-no-ambito-da-operacao-lava-jato>>, <<http://www.cade.gov.br/noticias/cade-investiga-cartel-em-licitacoes-do-complexo-lagunar-e-de-mitigacao-de-cheias-do-norte-e-noroeste-fluminense-no-ambito-da-lava-jato>>, <<http://www.cade.gov.br/noticias/cade-investiga-cartel-em-licitacoes-do-complexo-lagunar-e-de-mitigacao-de-cheias-do-norte-e-noroeste-fluminense-no-ambito-da-lava-jato>>, <<http://www.cade.gov.br/noticias/cade-estados-da-copa-do-mundo-de-2014>>, <<http://www.cade.gov.br/noticias/cade-instaura-processo-administrativo-na-investigacao-de-cartel-em-licitacoes-da-petrobras>>. Acessos em: 17-3-18.

⁴⁵ Cf. dados disponíveis em: <<http://www.cade.gov.br/noticias/cade-celebra-acordo-de-leniencia-em-investigacao-de-cartel-na-licitacao-da-usina-de-belo-monte>>, <<http://www.cade.gov.br/noticias/cade-celebra-acordo-de-leniencia-no-ambito-da-201coperacao-lava-jato201d>>, <<http://www.cade.gov.br/noticias/cade-celebra-acordo-de-leniencia-em-investigacao-de-cartel-em-licitacao-da-usina-angra-3>>, <<http://www.cade.gov.br/noticias/cade-celebra-acordo-de-leniencia-em-investigacao-de-cartel-na-licitacao-para-urbanizacao-de-favelas-no-rio-de-janeiro>> e <<http://www.cade.gov.br/noticias/cade-celebra-acordos-com-andrade-gutierrez-e-utc-nas-investigacoes-de-cartel-em-licitacoes-da-petrobras-e-da-eletronuclear>>. Acessos em: 17-3-18.

⁴⁶ Cf. dados disponíveis em: <<http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2017/20170518-1.html>>, <<http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2017/20170606-1.html>> e <<http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2017/20170417-1.html>>. Acessos em: 17-3-18.

instabilidades políticas vivenciadas pelas instituições⁴⁷ – os efeitos desastrosos de tal conjuntura político-econômica, dos 6 Processos Administrativos Sancionadores (PAS) envolvendo a Petrobras, apenas 2 foram julgados pela CVM – cujo Colegiado decidiu, em ambos, pela absolvição de todos os acusados⁴⁸ – e 1 foi arquivado em razão de cumprimento de Termo de Compromisso. Ademais, é de se observar que dentre os PAS, os processos administrativos e os inquéritos em andamento, há alguns que tramitam há cerca de quatro anos, sem, entretanto, ter previsão de término.

Quanto às apurações relativas à possível prática de *insider trading* pela JBS – a qual realizou a compra de dólares e a venda de inúmeras ações antes da divulgação da delação dos acionistas controladores da companhia⁴⁹ –, foram instaurados, desde maio de 2017, 21 procedimentos – dentre PAS, processos administrativos e de inspeções e inquéritos, visando a investigação e aprofundamento quanto às condutas realizadas pela empresa, ainda não se verificando, entretanto, nenhuma condenação⁵⁰.

Em suma, até o momento não se averiguou nenhuma sanção aos agentes econômicos que, envolvidos na operação Lava Jato, também cometeram ilícitos em desfavor do mercado de valores mobiliários.

Ante o exposto, pode-se afirmar que a morosidade nos processos da CVM, sobretudo diante do atual contexto brasileiro, põe em xeque a sua eficácia – principalmente no que se refere às suas principais funções, quais sejam, a de fiscalizar e de sancionar os ilícitos financeiros à luz da celeridade exigida pelo mercado –, gerando, por conseguinte, efeitos negativos ao mercado de capitais e ao desenvolvimento econômico brasileiro.

⁴⁷ Para um bom entendimento acerca da influência da corrupção no mercado de capitais: PADULA, Ana Julia Akaishi. *Análise da corrupção e impactos no mercado de capitais*. Monografia. Brasília: Universidade de Brasília, 2016. Disponível em: <http://bdm.unb.br/bitstream/10483/13937/1/2016_AnaJuliaAkaishiPadula.pdf>. Acesso em: 17-3-18.

⁴⁸ Cf. dados disponíveis em: <<http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2017/20170417-1.html>> e <<http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2017/20170711-1.html>>. Acessos em: 17-3-18.

⁴⁹ Cf. dados disponíveis em: <<http://veja.abril.com.br/economia/cvm-investiga-jbs-por-insider-trading-dolar-e-banco/>>. Acesso em: 17-3-18.

⁵⁰ Cf. dados disponíveis em: <<http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2017/20170519-1.html>>, <<http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2017/20170523-1.html>>, <<http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2017/20170531-1.html>>, <<http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2017/20170601-1.html>>, <<http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2017/20170606-1.html>>, <<http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2017/20170719-1.html>>, <<http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2017/20171017-2.html>>, <<http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2017/20171026-3.html>>, <<http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2017/20171211-5.html>> e <<http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2018/20180215-2.html>>. Acessos em: 17-3-18.

Dentre as principais decorrências da ineficácia da hodierna atuação sancionatória da CVM, destacam-se: (i) o aumento da percepção de impunidade e da incapacidade de tal entidade reguladora de atingir os seus fins; (ii) a ofensa ao grau de confiança dos investidores quanto aos negócios realizados no mercado de capitais, um dos princípios basilares que o rege; (iii) a consequente migração dos acionistas para bolsas de outros países que julguem proporcionar mais segurança – essa possibilidade se tornará ainda mais patente se a *class action* aberta nos Estados Unidos, pela *Securities and Exchange Commission (SEC)*, for julgada antes do estabelecimento de sanções provenientes dos PAS instaurados no Brasil; e (iv) a exclusão da Bolsa de Valores brasileira como uma preferência ao investimento dos grandes fundos⁵¹.

Diante de tais fatos, indaga-se: qual a natureza do problema em torno da eficácia da CVM? Estaria relacionado a falhas estruturais⁵²? Haveria alguma correlação legal⁵³? Ou, ainda, política⁵⁴? Mais importante: quais seriam as soluções para que tal entidade reguladora, diante dos desafios apresentados pela crise político-econômica brasileira, aja de forma eficaz e célere, punindo os agentes econômicos violadores das normas mercadológicas e, assim, proporcionando confiança aos investidores?

À luz de tais questionamentos, serão analisadas, posteriormente, as medidas implementadas, bem como serão propostas outras soluções jurídicas a fim de contribuir para que a CVM possa melhor desenvolver as suas funções de fiscalizar e de sancionar.

⁵¹ Consoante matéria realizada por GUILHERME PIMENTA, veiculada no portal JOTA: <<https://jota.info/especiais/lava-jato-poe-credibilidade-da-cvm-em-xeque-25052017>>. Acesso em: 28-3-18. Cf. também os dados disponíveis em: <<http://epocanegocios.globo.com/Informacao/Acao/noticia/2014/12/com-poderes-distintos-sec-e-cvm-atuam-para-enquadrar-petrobras.html>>. Acesso em: 28-3-18.

⁵² Quanto aos problemas relativos ao quadro de servidores da CVM, bem como em relação à falta de recursos para a realização das atividades de tal entidade reguladora, cf. dados disponíveis em: <<https://www.folhadirigida.com.br/noticias/concurso/cvm/cvm-pode-ter-menos-300-servidores-ate-o-final-de-2017>> e <<http://www1.folha.uol.com.br/mercado/2015/11/1712887-cvm-diz-que-sofre-falta-de-recursos-e-fiscalizacao-do-mercado-esta-sob-risco.shtml>>. Acessos em: 28-3-18.

⁵³ Um dos principais pontos legais criticados refere-se ao baixo poder dissuasório do valor das multas impostas pela CVM, uma vez que, antes da MP n.º 784/2017 e da Lei n.º 13.506/2017 – a serem analisadas posteriormente –, tal sanção era de, no máximo, 500 mil reais – à exceção dos casos de *insider trading*, nos quais era possível a aplicação de multas três vezes maiores em relação à vantagem auferida. Para um melhor entendimento acerca desse problema legal, cf.: <<https://jota.info/especiais/lava-jato-poe-credibilidade-da-cvm-em-xeque-25052017>>. Acesso em: 28-3-18.

⁵⁴ Quanto ao aspecto político, vale observar o apontamento veiculado no portal JOTA, referente à gravação de diálogo ocorrido entre MICHEL TEMER, RODRIGO ROCHA LOURES (PMDB-PR) e JOESLEY BATISTA – acionista controlador da JBS –, no qual é manifestado o plano de nomear integrantes da CVM que estejam alinhados aos interesses empresariais. Para melhor aprofundamento, cf.: <<https://jota.info/especiais/lava-jato-poe-credibilidade-da-cvm-em-xeque-25052017>>. Acesso em: 28-3-18.

4 A MP N.º 784/2017, A LEI N.º 13.506/2017 E OUTRAS PROPOSTAS DE APERFEIÇOAMENTO À ATUAÇÃO DA CVM

Desde a sua criação, a CVM, enquanto entidade reguladora de um segmento financeiro reconhecidamente dinâmico e complexo, passa por um constante aprimoramento que tem por objetivo, principalmente, torná-la mais eficaz: seja atribuindo-lhe maior autonomia – como quando foi alçada à condição de autarquia em regime especial, passando a ostentar, portanto, o *status* de agência reguladora⁵⁵ – ou, ainda, reforçando os seus instrumentos persecutórios e punitivos – ou seja, fortalecendo a sua função de *enforcement*⁵⁶, tanto por meio do estabelecimento de penalidades mais severas, quanto pela modificação de seus procedimentos administrativos.

Destarte, de forma reflexa à necessidade de intensificar a atuação sancionatória da CVM frente ao atual contexto de crise político-econômica do Brasil, bem como em razão da indispensabilidade do uso de instrumentos modernos já amplamente adotados em outras entidades nacionais e estrangeiras, foi editada a MP n.º 784/2017. Apesar deste instrumento ter perdido sua eficácia – haja vista que não houve sua conversão em lei dentro do prazo estabelecido no art. 62, § 3.º, da CF –, o tópico subsequente também será a ele destinado, em virtude das importantes mudanças que, embora há muito tempo eram discutidas e tidas por necessárias, apenas se buscou implementá-las recentemente por meio de tal MP.

4.1 As mudanças implementadas pela MP n.º 784/2017 e pela Lei n.º 13.506/2017 e os seus efeitos práticos

A MP n.º 784/2017, ao trazer como principais modificações a elevação dos valores das multas aplicadas aos infratores das normas do SFN, bem como a instituição do acordo de

⁵⁵ EIZIRIK; GAAL; PARENTE; HENRIQUES, *op. cit.* p. 244. Com a mudança de texto da Lei n.º 6.385/1976 pela MP n.º 08/2011 – posteriormente convertida na Lei n.º 10.411/2012 –, a CVM, antes tida por “entidade autárquica vinculada ao Ministério da Fazenda”, passou a ser, conforme consta no art. 5.º da sua lei instituidora, uma “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”.

⁵⁶ Cf. mudanças implementadas pela Lei n.º 9.457/1997 e pela edição, simultânea, da Lei n.º 10.303/2001 e do Decreto n.º 3.995/2001. Em suma, tais instrumentos normativos ampliaram o mercado de capitais por intermédio da inclusão de novos títulos e contratos no conceito de valores mobiliários, expandiram a competência da CVM, bem como alteraram a sua estrutura e o *modus operandi* de seus procedimentos administrativos. Também em relação à adoção do processo eletrônico na CVM, cf.: <<http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2017/20170102-1.html>>. Acesso em 28-3-18. Ressalte-se que a MP n.º 784/2017 e a Lei n.º 13.506/2017 – a serem debatidas posteriormente – também trouxeram relevantes modificações das sanções aplicadas pela CVM.

leniência, teve como objetivos, dentre outros: (i) melhorar a efetividade do PAS conduzido pelo BC e pela CVM, permitindo, portanto, a sua utilização como um efetivo instrumento de supervisão; (ii) ampliar as alternativas de aplicação de sanções e de ações corretivas ao lidar com os diversos tipos de irregularidades – inclusive em relação às condutas de menor potencial ofensivo; (iii) criar condições para que o BC e a CVM tenham resultados mais céleres e efetivos em suas funções de fiscalização e, conseqüentemente (iv) fortalecer o potencial de dissuasão à prática de infrações em desfavor do SFN⁵⁷.

Especificamente quanto ao fortalecimento do *enforcement* da CVM – ou seja, de sua capacidade de fazer cumprir as normas do mercado de capitais, assim como de aplicar sanções aptas à intimidar condutas contrárias aos marcos regulatórios de tal segmento financeiro – a MP n.º 784/2017 trouxe significativo aumento do valor máximo da multa cominada às infrações ao mercado de valores mobiliários – previstas na Lei n.º 6.385/1976 ou em outros diplomas legais –, a qual passou a ser 100 vezes maior: saltou de 500 mil para 500 milhões de reais⁵⁸. Ademais, havia a alternativa de tal penalidade ser fixada em 20% sobre o valor do faturamento da pessoa jurídica ou do grupo econômico do qual seja integrante⁵⁹.

Em outras palavras, uma sanção pecuniária que, antes, se mostrava inexpressiva – frente às quantias vultosas envolvidas nas operações do mercado de capitais –, com a MP n.º 784/2017, tornou-se capaz de causar grande impacto financeiro aos agentes infratores, desestimula a prática de atos em desacordo com as diretrizes impostas pela CVM.

Vale destacar que o fim de vigência da MP n.º 784/2017 ocorreu em 19 de outubro de 2017 sem, entretanto, sua conversão em lei. Desse modo, o valor máximo da multa voltou a ser de no máximo 500 mil reais. Porém, em 13 de novembro de 2017, foi publicada a Lei n.º 13.506/2017, a qual, regulando o processo administrativo sancionador do Banco Central e da CVM, aumentou o valor máximo da multa para 50 milhões de reais⁶⁰, bem como estabeleceu outras modificações relativas às penalidades.

Entretanto, apesar do poder dissuasório decorrente do aumento do valor da multa, é imperioso destacar a observação feita VIVIANE MULLER PRADO⁶¹, a qual, ao analisar o padrão punitivo da CVM durante 2016, verificou que dos 65 processos administrativos sancionados – nos quais foram aplicadas 155 multas, 23 proibições, 12 advertências e 8 inabilitações – apenas

⁵⁷ Consoante consta da exposição de motivos da MP n.º 784/2017.

⁵⁸ Cf. art. 11, § 1.º, I, da Lei n.º 6.385/1976 (com redação modificada pela MP n.º 784/2017).

⁵⁹ Cf. art. 11, § 1.º, III, da Lei n.º 6.385/1976 (com redação inclusa pela MP n.º 784/2017).

⁶⁰ Cf. art. 11, § 1.º, I, da Lei n.º 6.385/1976 (com redação modificada pela Lei n.º 13.506/2017)

⁶¹ Conforme consta em matéria de sua autoria, veiculada no portal JOTA: <<https://jota.info/colunas/disclosure/reforco-da-punicao-pela-mp-784-19062017>>. Acesso em 28-3-18.

em 7 atingiu-se o limite de 500 mil reais. Em todas as outras condenações, portanto, a sanção pecuniária ficou abaixo do teto legal vigente antes da MP n.º 784/2017 e, claro, da Lei n.º 13.506/2017.

Em suma, isso significa que, não obstante a importância da ampliação do valor da multa imposta pela CVM – equiparando-a ou, até mesmo, superando as quantias aplicadas por outras entidades, como o CADE⁶², por exemplo –, tal medida deve estar atrelada a outros instrumentos pertencentes ao seu sistema de *enforcement*, sob pena de ineficácia.

Sobretudo, deve-se estabelecer critérios decisórios claros acerca da dosimetria da sanção pecuniária, bem como indicar argumentos convincentes – ou seja, não se deve apontar fundamentos obscuros ou baseados em princípios gerais, mas, ao contrário, firmados na análise, *in casu*, do dano e das consequências das infrações –, de modo a não dar causa a um aumento de revisão das decisões da CVM⁶³ – seja no Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (CRSFN) ou, ainda, no Judiciário –, evitando, por conseguinte, a expansão do lapso temporal entre a conduta e a punição⁶⁴ – fato este que produz consequências reconhecidamente negativas à credibilidade do mercado⁶⁵.

A CVM que, antes da MP n.º 784/2017, já dispunha do Termo de Compromisso (TC) enquanto instrumento de grande importância na solução consensual de seus processos administrativos – podendo ser celebrado, inclusive, em qualquer fase que preceda a tomada de decisão de primeira instância da entidade reguladora –, passou a ter autorização para assinar acordo de leniência com pessoas físicas ou jurídicas⁶⁶ – mecanismo este já adotado na defesa da concorrência pelo CADE, especialmente no combate à cartéis⁶⁷.

Observe-se que, apesar de a MP n.º 784/2017 não possuir mais vigência, a CVM, atualmente, continua com a permissão para utilizar-se do acordo de leniência, tendo em vista que a Lei n.º 13.506/2017 incorporou tal instrumento ao aparato investigatório da entidade reguladora do mercado de capitais⁶⁸.

⁶² Cf. art. 37, da Lei n.º 12.529/2011.

⁶³ Além de VIVIANE MULLER PRADO (*op. cit.*), outros levantam essa possibilidade do aumento do número de revisões das decisões da CVM. Nesse sentido, *cf.*: <<https://jota.info/justica/mp784-consolida-infracoes-mas-dificulta-aplicacao-26062017>>. Acesso em: 28-3-18.

⁶⁴ Uma vez que, conforme o art. 34, § 1.º, da Lei n.º 13.506/2017, a interposição de recurso em face de decisão que impõe multa as penalidades previstas no art. 11, da Lei n.º 6.385/1976, será recebido com efeitos devolutivo e suspensivo (à exceção das penalidades previstas nos incisos IV, V, VI, VII e VIII, do art. 11, da Lei 6.385/1976, os quais serão recebidos apenas com efeito devolutivo).

⁶⁵ Consoante exposto por VIVIANE MULLER PRADO (*op. cit.*).

⁶⁶ Cf. arts. 30 a 33 c/c art. 35, da MP n.º 784/2017.

⁶⁷ Dados disponíveis em: <<http://www.cade.gov.br/assuntos/programa-de-leniencia>>. Acesso em: 28-3-18.

⁶⁸ Cf. arts. 30 a 32 c/c art. 34, da Lei n.º 13.506/2017. Há críticas, entretanto, ao § 6.º, do art. 30, do mesmo diploma legal, no sentido de que tal previsão pode afetar a atratividade do acordo administrativo no Banco Central e na CVM.

O acordo de leniência – pelo qual um infrator, ao confessar a sua participação no ilícito, compromete-se a cessar a sua conduta e a cooperar, plena e permanentemente, na investigação, identificando os demais envolvidos, apresentando informações relevantes acerca da infração cometida e dentre outros deveres impostos ao signatário – tem por principal resultado a promoção da celeridade na obtenção de um arcabouço probatório capaz de sustentar a adoção de medidas coercitivas.

No entanto, não obstante haver expressa previsão de benefícios às pessoas físicas ou jurídicas que celebrarem, junto à CVM, acordo de leniência – como, por exemplo, a extinção da ação punitiva administrativa ou, ainda, a redução de um a dois terços da penalidade aplicável pela entidade reguladora do mercado de capitais –, a MP n.º 784/2017 e, muito menos, a Lei n.º 13.506/2017, não fizeram referência à participação do MPF em tal negociação⁶⁹ – à diferença do Programa de Leniência do CADE, o qual prevê efeitos positivos aos infratores também no âmbito penal⁷⁰. Pelo contrário, há expressa previsão, no art. 30, § 6.º, da Lei n.º 13.506/2017, de que o acordo administrativo firmado no âmbito do Banco Central – e da CVM, por força da leitura conjugada de tal dispositivo com o art. 34, também dessa lei – não afeta a atuação do Ministério Público e dos demais órgãos públicos em relação às suas respectivas competências. Há dúvidas, portanto, quanto ao estímulo à assinatura de tal acordo pelos agentes econômicos⁷¹.

Apesar da autonomia existente em relação ao âmbito de atuação da CVM e do MPF, ambos possuem interesse na defesa do mercado de capitais, uma vez que uma conduta contrária aos marcos regulatórios da CVM também pode configurar um crime financeiro. Desse modo, torna-se imprescindível disciplinar os efeitos práticos mútuos – administrativos e penais – advindos da celebração de acordo de leniência, firmando, para tanto, uma parceria entre a CVM e o MPF, de modo a estimular uma maior aderência dos infratores à tal mecanismo de colaboração.

⁶⁹ Consoante análise do texto legal da MP n.º 784/2017 (e da expressa referência constante de sua exposição de motivos) e da Lei n.º 13.506/2017.

⁷⁰ Sobre os efeitos penais do Programa de Leniência do CADE, *cf.* o Memorando n.º 01/2016, o qual dispõe acerca da coordenação institucional envolvendo termos de compromisso de cessação e acordos de colaboração em investigações de infrações contra a ordem econômica entre o CADE e o grupo de combate a cartéis da Procuradoria da República em São Paulo (PR/MPF/SP), disponível em: <http://www.cade.gov.br/assuntos/programa-de-leniencia/memorando-de-entendimentos-sg-e-mpfsp_tcc-e-acordos-de-colaboracao_15-03-2016.pdf>. Acesso em 28-3-18.

⁷¹ No mesmo sentido, *cf.*: <<http://www.mattosfilho.com.br/pages/detalhes-noticia.aspx?nID=2101¬icia=memorando--cvm-novas-penalidades-e-acordo-de-leniencia-mp-784-e-a-reforma-no-processo-administrativo-em-curso&lang=pt-BR>>. Acesso em: 28-3-18.

4.2 Demais propostas de aperfeiçoamento à atuação da CVM

Com base no exposto, pode-se afirmar que as alterações legislativas advindas da MP n.º 784/2017 e da Lei n.º 13.506/2017 trouxeram significativas mudanças no *iter* do PAS instaurado pela CVM – principalmente no que se refere à autorização do uso do acordo de leniência enquanto relevante e moderno instrumento que, há tempos, se aguardava a sua instituição também no âmbito de competências de tal entidade –, de modo a reforçar a sua atuação sancionatória e, portanto, a confiança – tão afetada pela atual crise político-econômica brasileira – dos agentes econômicos no mercado de capitais.

É imperioso ressaltar, no entanto, a existência de outros problemas a serem enfrentados pela CVM que vão além das soluções implementadas pela Lei n.º 13.506/2017 (as quais são similares às apresentadas anteriormente pela MP n.º 784/2017), dentre os quais, destacam-se⁷²:

- (i) a insuficiência de recursos para investimento interno e, como consequências, o baixo número de servidores⁷³ – em contraste com a complexidade das atividades desempenhadas, as quais vão desde a elaboração de normas técnicas voltadas ao desenvolvimento mercadológico até a supervisão e sanção de companhias e indivíduos –, bem como a pouca e, ultimamente, minorada oferta de treinamento e de capacitação do corpo técnico⁷⁴;
- (ii) a morosidade do julgamento dos PAS instaurados, sobretudo em razão da grande quantidade de funções atribuídas aos componentes do Colegiado;

⁷² Ressalte-se que não se tem por objetivo apontar tais problemas como os únicos enfrentados pela CVM, tampouco propor soluções exaustivas ou que, por si só, transformem, exponencialmente, as atuações investigativa e sancionatória de tal entidade autárquica. Busca-se, a partir das análises realizadas neste trabalho, propor medidas e adoção de instrumentos concorrentes ao fortalecimento do *enforcement* da CVM, alguns dos quais já existe, inclusive, em outras entidades públicas.

⁷³ O Relatório Anual de 2016 da CVM aponta a existência de um *déficit* no número de servidores que, segundo estimativas cautelosas, ainda poderá a chegar a 28% em 2017, expondo, por conseguinte, a autarquia a riscos operacionais e de imagem, bem como afetando as suas atividades de regulação e de supervisão do mercado de capitais. Segundo dados dos Recursos Humanos da CVM, até fevereiro de 2018 (quando ocorreu a última atualização de dados) o número total de vagas livres era de 152 (em relação a cargos de níveis superior e intermediário), distribuídas entre Rio de Janeiro, São Paulo e Distrito Federal. Dados disponíveis em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/publicacao/relatorio_anual/anexos/Relatorio_Anual_2016.pdf> e em <http://www.cvm.gov.br/menu/acesso_informacao/servidores/informe/informe_rh.html>. Acessos em: 28-3-18.

⁷⁴ Ao comparar o número de servidores que passaram por treinamento em 2016 (de janeiro a dezembro) com o total de treinandos em 2017 e em 2018 (até fevereiro, quando ocorreu a última atualização de dados), verifica-se que houve uma significativa queda da porcentagem mensal de capacitação do corpo técnico, passando de 19% (2016) a 4% (2018). Para mais detalhes, cf.: <http://www.cvm.gov.br/menu/acesso_informacao/servidores/informe/informe_rh.html>. Acesso em: 28-3-18.

- (iii) a ausência de previsão do programa de *whistleblower*, o qual, utilizado por outros órgãos públicos internacionais – como a SEC – proporciona significativos avanços na apuração de infrações ao mercado de capitais;
- (iv) a inexistência de um gabinete, nas próprias dependências do edifício-sede da CVM, no qual um representante do MPF atue junto à tal entidade, de modo a propiciar, dentre outras coisas, a melhoria do aparato investigatório da autarquia, bem como o estímulo à assinatura de acordos de leniência.

Quanto ao primeiro problema, é necessário apontar que, não obstante as reiteradas manifestações relativas à insuficiência de recursos para realizar investimentos internos na CVM – seja através da indicação de ausência de verba para a realização de concursos⁷⁵, ou, ainda, mediante a sinalização de significativa diminuição dos índices de treinamento e capacitação do corpo técnico –, a quantia arrecadada através do recolhimento da *taxa de fiscalização* é superior ao montante destinado à tal entidade nas leis orçamentárias e, além disso, mais do que suficiente para custear todas despesas relacionadas ao seu funcionamento – sem dependência, vale ressaltar, de nenhuma outra fonte.

Porém, consoante exposto no Relatório Anual da CVM de 2016⁷⁶, o montante advindo da taxa de fiscalização – a qual, paga pelos agentes do mercado de capitais, deve constituir uma das fontes de recursos de tal entidade⁷⁷ – não é inteiramente revertido para o custeio das atividades necessárias ao funcionamento da autarquia, gerando, portanto, receita para o governo federal.

Sem adentrar em questionamentos mais profundos acerca dos fatos supracitados, pode-se afirmar, portanto, que, de acordo com os dados financeiros apresentados pela CVM⁷⁸, a destinação da integridade da receita proveniente da taxa de fiscalização trata-se de uma solução hábil à garantia de uma alocação de recursos orçamentários em valores compatíveis com as necessidades de tal entidade reguladora, uma vez que seria suficiente: (i) para cobrir as suas despesas – as quais, em 2016, equivaleram a, aproximadamente, 52% da quantia apurada com a taxa de fiscalização; e (ii) para custear novos gastos essenciais ao aprimoramento de suas funções, como a realização de concurso público para a contratação de novos servidores –

⁷⁵ Observe-se que o último concurso para provimento de cargos efetivos da CVM foi realizado em 2010. Dados disponíveis em: <http://www.cvm.gov.br/menu/acesso_informacao/servidores/concursos/concursos.html>. Acesso em: 28-3-18.

⁷⁶ *Op. cit.*, p. 133. Vale observar que se trata do Relatório Anual mais recente, haja vista que ainda não foi disponibilizado o de 2017.

⁷⁷ Conforme art. 7.º, V, da Lei n.º 6.385/1976.

⁷⁸ *Op. cit.*, p. 130-133.

remediando, portanto, o *déficit* no quadro funcional da autarquia – e um maior investimento em capacitação do corpo técnico.

Em relação à morosidade do julgamento dos PAS, sobretudo em razão da grande quantidade de funções atribuídas aos membros do Colegiado da CVM⁷⁹, observe-se que a solução dada anteriormente – qual seja, a íntegra reversão dos valores advindos da taxa de fiscalização ao custeio das despesas da entidade reguladora – possibilita a adoção de uma outra: o aumento do número de membros que compõem o Colegiado, de modo a contribuir no exercício das amplas atribuições e a proporcionar, portanto, mais celeridade nos julgamentos das decisões submetidas à sua apreciação.

Em suma, um maior corpo decisório⁸⁰ é capaz de trazer benefícios à eficácia da função punitiva da CVM, na medida em que concorre para a diminuição do lapso temporal entre a conduta e a punição – um dos fatores mais criticados na atuação da entidade reguladora –, beneficiando, conseqüentemente, o mercado de capitais e o desenvolvimento econômico, conforme já discutido anteriormente.

O terceiro desafio a ser enfrentado pela CVM refere-se à implementação de instrumentos persecutórios modernos, como, por exemplo, a figura do *whistleblower* – ou denunciante, em tradução não literal –, o qual, sob as garantias de proteção de sua identidade e de *recompensa em dinheiro*, relata à entidade reguladora informações verdadeiras e de grande relevância acerca de condutas contrárias às regras do mercado de capitais – tal como ocorre no âmbito da SEC⁸¹.

Os principais diferenciais que tornam o *whistleblower* uma eficaz ferramenta à CVM no combate às infrações cometidas pelos agentes econômicos são: (i) a não participação do denunciante no ilícito, tratando-se, portanto, de um típico instrumento de cooperação cidadã, pelo qual qualquer indivíduo pode se manifestar e auxiliar o ente estatal na apuração de irregularidades; (ii) o sigilo da autoria da denúncia, evitando, desse modo, retaliações pessoais,

⁷⁹ A CVM é dirigida por um Colegiado composto por um Presidente e quatro Diretores, todos eles nomeados pelo Presidente da República, com mandatos de cinco anos, sem direito à recondução. Além da competência comum de tais membros em apreciar as questões submetidas ao Colegiado, fixar a política geral da entidade e expedir atos normativos, o Decreto n.º 6.382/2008 – o qual aprovou a Estrutura Regimental da CVM –, em seu artigos 29 e 30, ainda prevê que: (i) ao Presidente cabe planejar, dirigir, controlar e coordenar as atividades da entidade, a representar em juízo ou fora dele, bem como convocar e presidir as reuniões do Colegiado; (ii) aos Diretores, por sua vez, compete não só a participação das reuniões do Colegiado, como também colaborar na definição das diretrizes da CVM, desenvolver e administrar projetos especiais, atividades e serviços atribuídos pelo Presidente.

⁸⁰ O Tribunal Administrativo do CADE, por exemplo, é composto pelo Presidente e por 6 conselheiros – cada qual possui um gabinete vinculado. Dados disponíveis em: <http://www.cade.gov.br/acesso-a-informacao/institucional/quem_e_quem>. Acesso em: 28-3-18. A discussão da adoção de um modelo semelhante pela CVM, instituindo-se um Colegiado composto por um Presidente e por 6 Diretores, cada qual vinculado ao seu respectivo gabinete, seria de grande relevância.

⁸¹ Cf. dados disponíveis em: <<https://www.sec.gov/whistleblower/>>. Acesso em: 28-3-18.

sociais ou profissionais; e, especialmente, *(iii)* o estímulo gerado pela concessão de recompensa em valor deduzido dos recursos ressarcidos, pelo infrator, aos cofres públicos.

Finalmente, propõe-se à CVM a criação de um gabinete, nas próprias dependências de seu edifício-sede, no qual pelo menos um representante do MPF atue junto à tal entidade⁸², proporcionando não só o estímulo à assinatura de acordos de leniência – conforme apontado anteriormente⁸³ –, como também a cooperação técnica e operacional, mediante o aprimoramento dos trâmites processuais investigativos e a eliminação da repetição desnecessária de atos comuns às esferas administrativas e criminais.

Para tanto, torna-se necessário estabelecer condições para o exercício das funções do representante do MPF junto à CVM, estipulando prerrogativas relativas, por exemplo, à: *(i)* participação do membro nas sessões de julgamento do Conselho de tal autarquia, com direito, inclusive, à sustentação oral; *(i)* manifestação, de ofício ou por provocação, a qualquer tempo e em todas as espécies de procedimentos; *(iii)* indicação de produção de provas julgadas necessárias; *(iv)* requisição ao Conselho para a adoção de medidas de sua competência; *(vi)* solicitação de diligências que entender serem pertinentes; *(vi)* emissão de parecer; *(vii)* recomendação de providências necessárias à melhoria do serviço ou do desempenho da entidade em relação à quaisquer de suas funções – regulatória, investigativa e sancionadora⁸⁴; *(viii)* intervenção na formalização do acordo de leniência, determinando os efeitos de tal instrumento na persecução penal⁸⁵; e dentre outras.

5 CONCLUSÃO

A análise feita acerca do mercado de capitais demonstrou que tal segmento financeiro constitui um importante meio ao desenvolvimento de grandes empreendimentos pois, ao permitir a socialização do investimento e do risco da atividade empresária, possibilita a atração de vultosas quantias de capital necessárias ao seu aperfeiçoamento produtivo.

Para que tal capitalização das empresas seja possível, torna-se imprescindível a relação direta de transferência de recursos entre os agentes econômicos deficitário (a companhia emissora de valores mobiliários) e superavitário (o investidor). Portanto, essa dinâmica de

⁸² Gabinete semelhante já se verifica na estrutura do CADE. Cf. dados disponíveis em: <http://www.cade.gov.br/acesso-a-informacao/institucional/quem_e_quem>. Acesso em: 28-3-18.

⁸³ Cf. tópico 4.1.

⁸⁴ Exemplos baseados nas disposições da Resolução Conjunta PGR/CADE n.º 01/2016. Disponível em: <<http://www.mpf.mp.br/pgr/documentos/resolucao-conjunta-pgr-cade-no-1-2016.pdf/view>>. Acesso em: 28-3-18.

⁸⁵ Cf. nota de rodapé n.º 69.

conciliação entre os interesses dos poupadores – os quais investem em alguma atividade empresária buscando o aumento de suas próprias riquezas – e os das companhias – representados pela necessidade de obter financiamento à suas atividades e aos seus projetos – é o que move o mercado de valores mobiliários.

Desse modo, a regulação do mercado de capitais – necessária ao seu fortalecimento – não poderia incidir senão no estabelecimento de limites à liberdade de atuação dos agentes econômicos, mediante o exercício das funções normativa ou regulatória, investigativa e sancionatória, as quais foram atribuídas, em 1976, à Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

Viu-se que, desde a sua criação, a CVM passa por constantes aprimoramentos em busca de fortalecer o exercício de suas funções e, assim, diante o atual contexto político-econômico brasileiro, isso não poderia ser diferente: a MP n.º 784/2017, reconhecendo a necessidade de reforçar a credibilidade da entidade reguladora frente aos hodiernos desafios, trouxe como principais modificações a elevação dos valores das multas aplicadas aos infratores das normas do SFN, bem como autorizou a assinatura de acordo de leniência. Apesar de a MP n.º 784/2017 não ter sido convertida em lei e, por isso, suas modificações terem perdido eficácia, a Lei n.º 13.506/2017 trouxe, pouco tempo depois, modificações similares relativas aos processos administrativos sancionatórios do Banco Central e da CVM, tendo também por objetivo o fortalecimento de tais entidades.

Porém, não obstante as mudanças implementadas, ainda há outros problemas a serem enfrentados pela CVM que não foram abrangidos pela MP n.º 784/2017, nem pela Lei n.º 13.506/2017, dentre eles: (i) a insuficiência de recursos para investimento interno – e, por conseguinte, o baixo número de servidores e a pouca oferta de treinamento e de capacitação do corpo técnico de tal entidade reguladora; (ii) a morosidade do julgamento dos PAS instaurados, sobretudo em razão da grande quantidade de funções atribuídas aos componentes do Colegiado; (iii) a ausência de previsão do *whistleblower* enquanto instrumento que proporciona significativos avanços nas investigações; e (iv) a inexistência de um gabinete, nas próprias dependências do edifício-sede da CVM, no qual um representante do MPF atue junto à autarquia, propiciando melhoria no aparato persecutório e estimulando a assinatura de acordos de leniência.

Por fim, apresentou-se as seguintes propostas ao fortalecimento do *enforcement* da CVM: (i) a destinação da integridade da receita proveniente da taxa de fiscalização, garantindo, portanto, uma alocação de recursos orçamentários em valores compatíveis com as necessidades de tal entidade; (ii) o aumento do número de membros que compõem o Colegiado, de modo a

contribuir no exercício das amplas atribuições e a proporcionar, portanto, mais celeridade nos julgamentos das decisões submetidas à sua apreciação; (iii) a implementação do *whistleblower*, o qual, sob as garantias de proteção de sua identidade e de recompensa em dinheiro, representa uma importante ferramenta no combate às infrações cometidas pelos agentes econômicos; e (iv) a criação de um gabinete, nas próprias dependências de seu edifício-sede, no qual pelo menos um representante do MPF atue junto à entidade reguladora, estabelecendo-se, ademais, as condições pelas quais se dará tal atuação em conjunto – estipulando regras relativas aos efeitos da formalização do acordo de leniência também no âmbito penal, por exemplo.

Conforme foi visto, algumas das propostas supracitadas já são adotadas por outras entidades públicas e, apesar de não terem o intuito de representarem soluções exaustivas – mas, ao contrário, serem concorrentes ao aprimoramento da CVM –, constituem medidas financeiramente acessíveis e aptas à intensificar as funções investigativa e sancionatória de tal autarquia frente à crise político-econômica brasileira, proporcionando, por conseguinte: (i) maior credibilidade do mercado de capitais do país; (ii) aumento de confiança dos investidores; (iii) estímulo ao investimento em valores mobiliários; e (iv) desenvolvimento econômico do país – objetivo maior do SFN.

REFERÊNCIAS

ASQUINI, Alberto. Perfis da empresa. Tradução de Fábio Konder Comparato. *Revista de Direito Mercantil, Industrial e Financeiro*, v. 35, n.º 104, out/dez, 1996, p. 109-126. São Paulo.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Absolvidos acusados por falhas informacionais em prospecto*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2017/20170711-1.html>>. Acesso em: 17-3-18.

_____. *Comunicado ao Mercado n.º 01/2017*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2017/20170518-1.html>>. Acesso em: 17-3-18.

_____. *Comunicado ao Mercado n.º 02/2017*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2017/20170519-1.html>>. Acesso em: 17-3-18.

_____. *Comunicado ao Mercado n.º 03/2017*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2017/20170523-1.html>>. Acesso em: 17-3-18.

_____. *Comunicado ao Mercado n.º 04/2017*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2017/20170531-1.html>>. Acesso em: 17-3-18.

_____. *Comunicado ao Mercado n.º 05/2017*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2017/20170601-1.html>>. Acesso em: 17-3-18.

_____. *Comunicado ao Mercado n.º 06/2017*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2017/20170606-1.html>>. Acesso em: 17-3-18.

_____. *Comunicado ao Mercado n.º 08/2017*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2017/20170719-1.html>>. Acesso em: 17-3-18.

_____. *Comunicado ao Mercado n.º 09/2017*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2017/20171017-2.html>>. Acesso em: 17-3-2018.

_____. *Comunicado ao Mercado n.º 10/2017*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2017/20171026-3.html>>. Acesso em: 17-3-2018.

_____. *Comunicado ao Mercado n.º 11/2017*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2017/20171211-5.html>>. Acesso em: 17-3-2018.

_____. *Concursos públicos.* Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/menu/aceso_informacao/servidores/concursos/concursos.html>. Acesso em: 28-3-18.

_____. *CVM passa a abrir processos 100% no SEI.* Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2017/20170102-1.html>>. Acesso em: 28-3-18.

_____. *Informações envolvendo apurações na JBS.* Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2018/20180215-2.html>>. Acesso em: 17-3-18.

_____. *Informações envolvendo apurações na Petrobras.* Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2017/20170417-1.html>>. Acesso em: 17-3-18.

_____. *Informe de Recursos Humanos.* Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/menu/aceso_informacao/servidores/informe/informe_rh.html>. Acesso em: 28-3-18.

_____. *Portal do investidor – História do mercado de capitais.* Disponível em: <https://investidor.cvm.gov.br/menu/Menu_Academico/O_Mercado_de_valores_mobiliarios_brasileiro/Historia_Mercado-Capitais.html>. Acesso em: 17-3-18.

_____. *Portal do investidor – O papel da CVM.* Disponível em: <http://www.portaldoinvestidor.gov.br/menu/primeiros_passos/papel_CVM.html>. Acesso em: 17-3-18.

_____. *Portal do investidor – Regulação x autoregulação.* Disponível em: <http://www.portaldoinvestidor.gov.br/menu/Menu_Investidor/a_cvm/Regulacao_Autorregulacao.html>. Acesso em: 17-3-18.

_____. *Relatório Anual - 2016.* Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/publicacao/relatorio_anual/anexos/Relatorio_Anual_2016.pdf>. Acesso em: 28-3-18.

CONSELHO ADMINISTRATIVO DE DEFESA ECONÔMICA - CADE. *Cade celebra acordos com Andrade Gutierrez e UTC nas investigações de cartel em licitações da Petrobrás e da Eletronuclear.* Disponível em: <<http://www.cade.gov.br/noticias/cade-celebra-acordos-com-andrade-gutierrez-e-utc-nas-investigacoes-de-cartel-em-licitacoes-da-petrobras-e-da-eletronuclear>>. Acesso em: 17-3-18.

_____. *Cade celebra acordo de leniência em investigação de cartel em licitação da usina Angra 3*. Disponível em: <<http://www.cade.gov.br/noticias/cade-celebra-acordo-de-leniencia-em-investigacao-de-cartel-em-licitacao-da-usina-angra-3>>. Acesso em: 17-3-18.

_____. *Cade celebra acordo de leniência em investigação de cartel na licitação para urbanização de favelas no Rio de Janeiro*. Disponível em: <<http://www.cade.gov.br/noticias/cade-celebra-acordo-de-leniencia-em-investigacao-de-cartel-na-licitacao-para-urbanizacao-de-favelas-no-rio-de-janeiro>>. Acesso em: 17-3-18.

_____. *Cade celebra acordo de leniência em investigação de cartel na licitação da usina de Belo Monte*. Disponível em: <<http://www.cade.gov.br/noticias/cade-celebra-acordo-de-leniencia-em-investigacao-de-cartel-na-licitacao-da-usina-de-belo-monte>>. Acesso em: 17-3-18.

_____. *Cade celebra acordo de leniência no âmbito da “Operação Lava Jato”*. Disponível em: <<http://www.cade.gov.br/noticias/cade-celebra-acordo-de-leniencia-no-ambito-da-201coperacao-lava-jato201d>>. Acesso em: 17-3-18.

_____. *Cade instaura processo administrativo na investigação de cartel em licitações da Petrobrás*. Disponível em: <<http://www.cade.gov.br/noticias/cade-instaura-processo-administrativo-na-investigacao-de-cartel-em-licitacoes-da-petrobras>>. Acesso em: 17-3-18.

_____. *Cade investiga cartel em licitações de edificações especiais da Petrobras no âmbito da Operação Lava Jato*. Disponível em: <<http://www.cade.gov.br/noticias/cade-investiga-cartel-em-licitacoes-de-edificacoes-especiais-da-petrobras-no-ambito-da-operacao-lava-jato>>. Acesso em: 17-3-18.

_____. *Cade investiga cartel em licitações de estádios da Copa do Mundo de 2014*. Disponível em: <<http://www.cade.gov.br/noticias/cade-investiga-cartel-em-licitacoes-de-estadios-da-copa-do-mundo-de-2014>>. Acesso em: 17-3-18.

_____. *Cade investiga cartel em licitações do Complexo Lagunar e de Mitigação de Cheias do Norte e Noroeste Fluminense no âmbito da Lava Jato*. Disponível em: <<http://www.cade.gov.br/noticias/cade-investiga-cartel-em-licitacoes-do-complexo-lagunar-e-de-mitigacao-de-cheias-do-norte-e-noroeste-fluminense-no-ambito-da-lava-jato>>. Acesso em: 17-3-18.

_____. *Cade investiga cartel em obras de rodovias do Arco do Rio de Janeiro no âmbito da Operação Lava Jato*. Disponível em: <<http://www.cade.gov.br/noticias/cade-investiga-cartel-em-obras-de-rodovias-do-arco-do-rio-de-janeiro-no-ambito-da-operacao-lava-jato>>. Acesso em: 17-3-18.

_____. *Cade, MPF/GO e Polícia Federal realizam operação para investigar suposto cartel em licitações de ferrovias*. Disponível em: <<http://www.cade.gov.br/noticias/cade-mpf-go-e-policia-federal-realizam-operacao-para-investigar-suposto-cartel-em-licitacoes-de-ferrovias>>. Acesso em: 17-3-18.

_____. *Programa de leniência*. Disponível em: <<http://www.cade.gov.br/assuntos/programa-de-leniencia>>. Acesso em: 28-3-18.

_____. *Programa de leniência – Memorando de Entendimento n.º 01/2016. Relativo à coordenação institucional envolvendo termos de compromisso de cessação e acordos de colaboração em investigações de infrações contra a ordem econômica entre o Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE) e o Grupo de Combate a Cartéis da Procuradoria da República em São Paulo (PR/MPF/SP)*. Disponível em: <http://www.cade.gov.br/assuntos/programa-de-leniencia/memorando-de-entendimentos-sg-e-mpfsp_tcc-e-acordos-de-colaboracao_15-03-2016.pdf>. Acesso em: 28-3-18.

_____. *Quem é quem*. Disponível em: <http://www.cade.gov.br/acesso-a-informacao/institucional/quem_e_quem>. Acesso em: 28-3-18.

_____. *Resolução Conjunta PGR-CADE nº 1-2016*. Disponível em: <<http://www.mpf.mp.br/pgr/documentos/resolucao-conjunta-pgr-cade-no-1-2016.pdf/view>>. Acesso em: 28-3-18.

ÉPOCA. *Com poderes distintos, SEC e CVM atuam para enquadrar Petrobras*. Disponível em: <<http://epocanegocios.globo.com/Informacao/Acao/noticia/2014/12/com-poderes-distintos-sec-e-cvm-atuam-para-enquadrar-petrobras.html>>. Acesso: 28-3-18.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais – regime jurídico*. 2. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.

FILHO, Ary Oswaldo Mattos; PRADO, Viviane Muller. Tentativas de desenvolvimento do mercado acionário brasileiro desde 1964. In: LIMA, Maria Lúcia L. M. Padua. (Org.). *Agenda contemporânea: direito e economia: 30 anos de Brasil*. vol. 2. São Paulo: Saraiva, 2012.

FOLHA. *CVM diz que sofre falta de recursos e fiscalização do mercado está sob risco*. Disponível em: <<http://www1.folha.uol.com.br/mercado/2015/11/1712887-cvm-diz-que-sofre-falta-de-recursos-e-fiscalizacao-do-mercado-esta-sob-risco.shtml>>. Acesso em: 28-3-18.

FOLHA DIRIGIDA. *CVM pode ter menos 300 servidores até o final de 2017*. Disponível em: <<https://www.folhadirigida.com.br/noticias/concurso/cvm/cvm-pode-ter-menos-300-servidores-ate-o-final-de-2017>>. Acesso em: 28-3-18.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA – IBGE. *Estatísticas de empreendedorismo 2015*. Disponível em: <<https://biblioteca.ibge.gov.br/index.php/biblioteca-catalogo?view=detalhes&id=2101341>>. Acesso em 17-3-18.

INSTITUTO BRASILEIRO DE MERCADO DE CAPITAIS – IBMEC. *O papel do Mercado de Capitais na economia brasileira*. Disponível em: <<http://ibmec.org.br/principal/o-papel-do-mercado-de-capitais-na-economia-brasileira/>>. Acesso em: 17-3-18.

JOTA. *A MP 784, fundo de desenvolvimento e o orçamento da CVM*. Disponível em: <<https://jota.info/colunas/disclosure/a-mp-784-fundo-de-desenvolvimento-e-o-orcamento-da-cvm-28062017>>. Acesso em: 28-3-18.

_____. *Especial MP 784 – Reforço da punição*. Disponível em: <<https://jota.info/colunas/disclosure/reforco-da-punicao-pela-mp-784-19062017>>. Acesso em: 28-3-18.

_____. *Lava Jato põe em xeque fiscalização do mercado*. Disponível em: <<https://jota.info/especiais/lava-jato-poe-credibilidade-da-cvm-em-xeque-25052017>>. Acesso em: 28-3-18.

_____. *MP 784 consolida infrações, mas dificulta aplicação*. Disponível em: <<https://jota.info/justica/mp784-consolida-infracoes-mas-dificulta-aplicacao-26062017>>. Acesso em: 28-3-18.

KÜMPEL, Siegfried. *Direito do Mercado de Capitais – do ponto de vista do direito europeu, alemão e brasileiro – uma introdução*. Rio de Janeiro: Renovar, 2007.

MAMEDE, Gladston. *Manual de direito empresarial*. 8. ed. São Paulo: Atlas, 2013.

MATTOS FILHO. *CVM: novas penalidades e acordo de leniência. MP 784 e a reforma no processo administrativo em curso*. Disponível em: <<http://www.mattosfilho.com.br/pages/detalhes-noticia.aspx?nID=2101¬icia=memorando--cvm-novas-penalidades-e-acordo-de-leniencia-mp-784-e-a-reforma-no-processo-administrativo-em-curso&lang=pt-BR>>. Acesso em: 28-3-18.

MINISTÉRIO PÚBLICO FEDERAL. *Lava Jato – Atuação na 1.^a instância*. Disponível em: <<http://lavajato.mpf.mp.br/atuacao-na-1a-instancia/resultados/a-lava-jato-em-numeros>>. Acesso em: 17-3-18.

_____. *Lava Jato – Atuação no STJ e no STF*. Disponível em: <<http://lavajato.mpf.mp.br/atuacao-no-stj-e-no-stf/resultados-stf/a-lava-jato-em-numeros-stf>>. Acesso em: 17-3-18.

_____. *Lava Jato – Entenda o caso*. Disponível em: <<http://lavajato.mpf.mp.br/entenda-o-caso>>. Acesso em: 17-3-18.

PADULA, Ana Julia Akaishi. *Análise da corrupção e impactos no mercado de capitais*. Monografia. Brasília: Universidade de Brasília, 2016. Disponível em: <http://bdm.unb.br/bitstream/10483/13937/1/2016_AnaJuliaAkaishiPadula.pdf>. Acesso em: 17-3-18.

PORTAL BRASIL. *PIB cresce 7,5% em 2010*. Disponível em: <<http://www.brasil.gov.br/economia-e-emprego/2011/03/pib-cresce-7-5-em-2010>>. Acesso em 17-3-18.

PROENÇA, José Marcelo Martins. *Insider Trading – regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

RIBEIRO, Francisco da Cunha. Mercado de Capitais. In: *Revista Brasileira de Economia*, v. 25, n.º 02. Rio de Janeiro: Fundação Getúlio Vargas, 1971. Disponível em: <<http://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/rbe/article/view/56/6211>>. Acesso em: 17-3-18.

RODRIGUES, Ana Carolina. A evolução do mercado de capitais brasileiro e o perfil do acionista minoritário no Brasil. In: *Revista Jurídica da Presidência*, v. 14, n.º 103, p. 405-427. Brasília, 2012.

ROGERS, Pablo. *Governança corporativa, mercado de capitais e crescimento econômico no Brasil*. Dissertação de Mestrado. Uberlândia: Universidade Federal de Uberlândia, 2006. Disponível em: <<http://www.pablo.prof.ufu.br/artigos/dissrogers.pdf>>. Acesso em: 17-3-18.

SECURITY EXCHANGE COMMISSION. *Office of the Whistleblower*. Disponível em: <<https://www.sec.gov/whistleblower/>>. Acesso em: 28-3-18.

SOUSA, Lucy Aparecida de. *O Mercado de Capitais Brasileiro no período de 1987-97*. Tese de Doutorado. Campinas: Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas, 1998.

Disponível em:
<http://repositorio.unicamp.br/jspui/bitstream/REPOSIP/285697/1/Sousa_LucyAparecida_D.pdf>. Acesso em: 17-03-18.

THE ECONOMIST. *Brazil takes off*. 2009. Disponível em:
<<http://www.economist.com/node/14845197>>. Acesso em: 17-3-18.

VEJA. *CVM investiga JBS por 'insider trading', dólar e banco*. Disponível em:
<<http://veja.abril.com.br/economia/cvm-investiga-jbs-por-insider-trading-dolar-e-banco/>>. Acesso em: 17-3-18.

VIDOR, George. *A história da CVM pelo olhar de seus ex-presidentes*. Rio de Janeiro: AMBIMA e BM&FBOVESPA, 2016. p. 24. Disponível em:
<http://www.portaldoinvestidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/CVM_40anos_LIVRO-COMPLETO-051216xtr.pdf>. Acesso em: 17-3-18.

YAZBEK, Otavio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.