

O CONTROLE JUDICIAL DE SANÇÕES ADMINISTRATIVAS IMPOSTAS PELA CVM NO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS BRASILEIRO

THE JUDICIAL CONTROL OF ADMINISTRATIVE SANCTIONS IMPOSED BY THE CVM IN THE BRAZILIAN SECURITIES MARKET

Pedro Henrique Castello Brigagão⁴⁴

RESUMO

Este artigo tem por objetivo analisar, empiricamente, o controle judicial de sanções administrativas aplicadas pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e, em sede de recurso, pelo Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (CRSFN), em face condutas tidas como ilícitas no âmbito do mercado de valores mobiliários brasileiro. Serão explorados, para isso, o escopo de atuação das agências reguladoras e da CVM, de forma a demonstrar a necessidade de um órgão técnico por trás da regulação do mercado de capitais. Em seguida, serão exploradas as peculiaridades do controle judicial sobre sanções administrativas, para que, depois, sejam descritos os principais achados da pesquisa empírica. Este artigo investigará os precedentes do Poder Judiciário a fim de verificar se este reavalia o mérito das decisões condenatórias proferidas pela CVM ou pelo CRSFN.

Palavras-chave: Regulação. Controle judicial. Mercado de capitais. CVM. CRSFN.

ABSTRACT

This article aims to empirically analyze the judicial control of administrative sanctions applied by the Brazilian Securities and Exchange Commission (CVM) and, on appeal, by the National Financial System Appeals Council (CRSFN), against conducts considered to be illegal within the scope of the Brazilian securities market. For this purpose, the scope of action of the regulatory agencies and the CVM will be explored, in order to demonstrate the need for a technical body behind the securities market regulation. Next, the peculiarities of judicial control over administrative sanctions will be explored. Afterwards, the main findings of the empirical research will be described. This article will investigate the precedents of the Judiciary in order to verify whether it re-evaluates the merits of the condemnatory decisions issued by the CVM or CRSFN.

Keywords: Regulation. Judicial control. Securities market. CVM. CRSFN.

44 Advogado. Ex-assessor do Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários – CVM. Co-supervisor da Clínica de Mercado de Capitais do Departamento de Direito da Fundação Getúlio Vargas – FGV-Rio. Mestrando em Direito da Regulação pela FGV-Rio. Bacharel em Direito pela Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro – PUC-Rio

INTRODUÇÃO

As crescentes complexidades por trás do desenvolvimento da sociedade vêm obrigando o Estado a se adaptar para atender às mais variadas demandas dos cidadãos. Como exposto por Jacques Chevallier em seu *O Estado Pós-Moderno*, o Estado é constantemente confrontado com novos dados e informações que modificam o contexto em que atua e demandam a reconfiguração de seus aparelhos⁴⁵.

O desenvolvimento de diversos setores econômicos, cada um com suas especificações, acabou por levar a administração estatal a se descentralizar, com a criação de entidades reguladoras que fossem, a um só tempo, (i) imunes a interesses políticos circunstanciais e (ii) capazes de promover escolhas técnicas visando ao equilíbrio do subsistema regulado⁴⁶.

Um desses subsistemas, na atualidade, é o mercado de capitais. Marcado por uma dinâmica intensa, em que a todo momento novos produtos financeiros são estruturados, novas tendências são identificadas, novos pontos de atenção são descobertos e novos comportamentos devem ser supervisionados, a negociação de valores mobiliários publicamente ofertados demanda a atuação de um ente regulador altamente especializado, que possa perseguir, de maneira técnica, o equilíbrio sistêmico daquele mercado. Afinal, a exemplo do *crash* de 1929, a história já demonstrou que colapsos financeiros de bolsas de valores podem ser altamente prejudiciais à sociedade.

Assim se justifica a criação e a manutenção de uma entidade vinculada à Administração Pública à qual compete, com o apoio de seu corpo técnico e especializado, regular o mercado de capitais. No Brasil, essa entidade é a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), constituída com inspiração em sua equivalente norte-americana, a Securities and Exchange Commission (SEC) – criada justamente após o *crash* de 1929, aliás.

Por outro lado, seguindo-se a lógica do sistema de pesos e contrapesos inerente à separação de poderes, e especialmente no âmbito de processos administrativos sancionadores, é imprescindível que a atuação dos entes reguladores seja controlada para que arbítrios da Administração Pública sejam prevenidos e refreados. E uma das vias do exercício de tal controle se dá pelo Poder Judiciário, que, em respeito à separação de poderes, deve restringir sua análise à validade jurídica do ato administrativo praticado, deixando de imiscuir-se nos pormenores da escolha tomada pelo regulador integrante do Poder Executivo⁴⁷.

45 CHEVALLIER, Jacques. O estado pós-moderno. Tradução Marçal Justen Filho. Belo Horizonte: Fórum, 2009. p. 23.

46 Sobre o ponto, confira-se MARQUES NETO, Floriano de Azevedo. Regulação estatal e autorregulação na economia contemporânea. Revista de Direito Público da Economia, v. 9, n. ja/mar. 2011, pp. 80 e ss.

47 “Em matérias submetidas às escolhas feitas pelos reguladores, é decisivo que o Poder Judiciário seja deferente com postura de autocontenção em relação às decisões administrativas. Ou seja, somente deverá invalidar as escolhas quando elas não puderem resistir ao teste de estrita validade jurídica que configure evidente falha regulatória. Fora dessas hipóteses, o Judiciário deve ser conservador em relação às escolhas regulatórias, especialmente em relação àquelas informadas por critérios preponderantemente técnicos, sob pena de cair no domínio da incerteza e do subjetivismo. Pensar em sentido diverso seria transferir a escolha regulatória para o magistrado e, indiretamente, para seus peritos judiciais” (GUERRA, Sérgio. Discricionariedade, regulação e reflexividade: uma nova teoria sobre as

O presente estudo tem como foco a análise da revisão judicial de decisões tomadas pela CVM ou pelo Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (CRSFN, o órgão administrativo responsável por julgar recursos de decisões condenatórias da CVM) no âmbito de processos administrativos sancionadores instaurados por aquela autarquia. Procurar-se-á verificar como o Poder Judiciário controla a validade das decisões condenatórias tomadas em processos administrativos que envolvam a possível prática de ilícito no mercado de valores mobiliários.

Para isso, este artigo abordará a atuação das agências reguladoras (às quais a CVM em muito se assemelha), com ênfase em suas funções e capacidades técnicas, atributos que as tornam, ao menos em tese, qualificadas para avaliar questões complexas de seus respectivos subsistemas. Na sequência, serão descritas as principais características da CVM e do CRSFN e serão feitas algumas breves considerações sobre o controle judicial da aplicação de sanções administrativas. Ao fim, expor-se-ão os resultados de pesquisa realizada em todos os tribunais integrantes da Justiça Federal brasileira acerca de precedentes que tenham tratado de pedidos de anulação de sanções impostas pela CVM e eventualmente mantidas pelo CRSFN.

Como se verá, os tribunais federais brasileiros costumam resguardar a decisão administrativa tomada em processos administrativos sancionadores relativos a assuntos afeitos ao mercado de capitais que não revelem qualquer motivo de invalidade. Contudo, há exceções dignas de alerta, nas quais a decisão administrativa acabou por ser revisada pelo Poder Judiciário.

1. AS AGÊNCIAS REGULADORAS, SUAS FUNÇÕES E SUAS CAPACIDADES TÉCNICAS

O modelo de agencificação nacional assemelha-se, em muitos aspectos, ao adotado nos Estados Unidos da América⁴⁸. Naquele país, cuja estrutura de suporte ao Chefe do Poder Executivo nunca foi detalhada pela Constituição, as agências reguladoras não surgiram de uma hora para a outra. No início, inclusive, como descreve Sérgio Guerra, os primeiros presidentes norte-americanos contavam com estrutura enxuta para assessorá-los nos assuntos de pertinência ao Poder Executivo⁴⁹.

Importantes transformações pelas quais passaram os Estados Unidos, que exigiram cuidados especiais da Administração Pública, modificaram esse cenário. Observou-se, no século XIX, o surgimento de monopólios naturais, a forte industrialização nacional, problemas concorrenciais, a concentração de riqueza, o aumento da corrupção e o robustecimento de diversos problemas sociais⁵⁰. Com base em obra de James Landis⁵¹, Guerra anota que

escolhas administrativas. 6ª ed. Belo Horizonte: Fórum, 2021. p. 302).

48 MEDAUAR, Odete. **O direito administrativo em evolução**. 3ª ed. Brasília: Gazeta Jurídica, 2017. p. 338.

49 GUERRA, Sérgio. **Agências Reguladoras**. 2ª ed. Belo Horizonte: Fórum, 2021. p. 46.

50 *Idem*.

51 Mais especificamente, a obra LANDIS, James. **The administrative process**. New Haven: Yale University Press, 1938.

o modelo de Estado administrativo surgiu pela inadequação da forma tripartite clássica de exercício do poder do Estado (Legislativo, Executivo e Judiciário), para lidar com os complexos problemas modernos, a exemplo, como visto, do sistema de trusts. Ademais, as cidades ficaram superpovoadas, as condições sanitárias e de trabalho dos operários eram péssimas, aumentando o número de doentes. Diversos fatores, portanto, levaram os Estados Unidos da América ao implemento dessa nova modalidade de atuação governamental (reguladora) (...)”¹.

Foi em tal contexto que as agências reguladoras norte-americanas foram originadas, no final do século XIX, quando se intentou regular, com *expertise* técnica, o transporte ferroviário, à época a atividade econômica mais importante para aquele país². Desde então, a atuação das agências vem se expandindo, alcançando os mais variados setores, conforme se vislumbrava a necessidade de atuação independente, técnica e especializada na gestão de problemas inerentes à sociedade moderna³.

No universo do mercado de capitais, a quebra da bolsa de valores norte-americana em outubro de 1929 e a crise de assombrosas dimensões que se seguiu fizeram com que o Poder Legislativo dos Estados Unidos criasse diversas agências, entre as quais a SEC, à qual se atribuiu a competência de regular o mercado de *securities*. Buscava-se, então, estruturar o Estado para capacitá-lo a lidar com as complexas questões que se afiguravam com o desenvolvimento social:

A crise decorrente da Grande Depressão (Great Depression), ocorrida na década de 1930, acabou por levar à criação de mais agências governamentais. Com efeito, em que pese a existência de entes reguladores desde o século XIX, foi no Governo do Presidente Franklin D. Roosevelt, primo de Theodore Roosevelt, sob a forma de um programa conhecido como *New Deal*, que **o Poder Executivo e o Congresso estruturaram a máquina estatal para combater os enormes e complexos problemas sociais e econômicos que o país enfrentava (grifou-se)**⁴.

1 GUERRA, Sérgio. **Agências Reguladoras**. 2ª ed. Belo Horizonte: Fórum, 2021. p. 49.

2 “Enquanto, no Brasil, a primeira agência teve sua lei de criação editada em 1996, o modelo norte-americano surgiu em 1887, com a Interstate Commerce Commission (ICC). Para efeitos históricos, a ICC marca o início da implantação desse padrão burocrático na regulação de atividades econômicas, envolvendo o complexo sistema ferroviário que ultrapassava as fronteiras dos estados da federação” (GUERRA, Sérgio. **Agências Reguladoras**. 2ª ed. Belo Horizonte: Fórum, 2021. pp. 40-41).

3 “As agências norte-americanas atuam em diversos setores, sob diversas formas e funções, abrangendo a regulação do comportamento dos indivíduos, regulando o comércio, distribuindo subsídios e benefícios, provendo serviços, cobrando impostos, gerenciando recursos, promovendo pesquisas, prestando informações e esclarecimentos à sociedade, produzindo guias e manuais etc.” (GUERRA, Sérgio. **Agências Reguladoras**. 2ª ed. Belo Horizonte: Fórum, 2021. p. 69). De acordo com Odete Medauar, “[v]ários fatores são indicados para explicar a ‘agencificação’, dentre os quais: a liberalização de mercados e a transferência da execução de serviços públicos ao setor privado acarretam a necessidade de regulação estatal nos respectivos setores; a percepção de que certas questões teriam melhor solução se atribuídas a órgãos próximos do setor econômico e social concernente, garantindo relações mais diretas entre Administração e sociedade civil; a tomada de consciência da importância de descentralizar o poder, gerando, inclusive uma organização estrelada, um Estado rede dotado de centros decisórios diversificados; a necessidade de adotar medidas em favor de uma pluralidade de modelos organizacionais, juntando-se ao modelo de ministérios, o modelo das administrações autônomas e agências reguladoras; um movimento geral de deslegalização, visando a transferir ao Executivo a disciplina de matérias até então privativas de lei (votada pelo Parlamento); a necessidade de conferir estabilidade a regras que afetam o mercado, as quais não ficariam sujeitas a mudanças em decorrência de alternância dos comandos políticos; a necessidade de afastar das pressões político-partidárias certas atividades preponderantemente técnicas (...)” (MEDAUAR, Odete. **O direito administrativo em evolução**. 3ª ed. Brasília: Gazeta Jurídica, 2017. p. 339).

4 GUERRA, Sérgio. **Agências Reguladoras**. 2ª ed. Belo Horizonte: Fórum, 2021. p. 53. Nada obstante, há quem defenda que o New Deal comporta medidas inconstitucionais, cf. LAWSON, Gary. The Rise and Rise of the Administrative State. **Harvard Law Review**, Vol. 107, No. 6 (Apr., 1994), pp. 1231-1254.

Com efeito, o resultado dessa estruturação consistiu na descentralização da Administração Pública, que então passou a contar com diversos centros decisores, cada qual especializado nas características e peculiaridades de seu respectivo setor econômico. Como explica Alexandre Aragão:

Com o avanço da pluralidade e complexidade, inclusive tecnológica, da sociedade, este processo fragmentário da administração pública chegou a um ponto ótimo com o surgimento dos órgãos e entidades independentes, ou seja, dotados de uma verdadeira/reforçada autonomia, de uma descentralização material, mais capazes de ponderar os diversos interesses sociais presentes.

Esta evolução, mais do que simplesmente consistir em uma mudança dos paradigmas do Direito Administrativo, é reflexo da complexização da sociedade. Os diversos interesses que no Estado pluriclasse recebem a proteção legislativa, a tecnização dos meios necessários à sua satisfação e a exigência de que tais interesses sejam tratados com imparcialidade frente ao jogo político-partidário, fizeram com que o Estado fosse progressivamente criando em seu interior novos centros de poder dotados de diferentes modelos organizativos⁵.

A criação e a atuação das agências reguladoras permitem, portanto, uma resposta mais efetiva do Estado aos problemas surgidos com a modernização da sociedade. Dotadas não só de independência e capacidade técnica, mas também de poderes normativos e judicantes, são aptas a prover soluções ágeis e efetivas para a manutenção do equilíbrio do subsistema que regulam, algo que nem o Poder Legislativo ou o Poder Judiciário, e tampouco o Poder Executivo em sua forma clássica, seriam hábeis a fazer⁶.

Feitas essas breves observações sobre as agências reguladoras, passe-se ao exame específico da atuação da CVM, entidade responsável pela regulação do mercado de capitais brasileiro, com feições bastante semelhantes às agências. Também será referido o âmbito de atuação do CRSFN, como órgão revisor de decisões condenatórias da CVM.

2. A CVM E O EXERCÍCIO DE SEU PODER PUNITIVO E O CRSFN COMO ÓRGÃO REVISOR

Com forte inspiração na SEC, a CVM foi instituída em 1976, pela Lei nº 6.385/76. A CVM é uma autarquia em regime especial vinculada ao Ministério da Fazenda, cujos dirigentes possuem mandato fixo e estabilidade⁷. Entre suas principais competências está a de regulamentar as matérias expressamente previstas naquela lei e na Lei nº

5 ARAGÃO, Alexandre Santos de. **Agências reguladoras: e a evolução do direito administrativo econômico**. Rio de Janeiro: Forense, 2002. p. 204.

6 Ao sustentar a proposta de que o direito administrativo deve se valer da *reflexividade administrativa* para se adequar à pós-modernidade, Sérgio Guerra ressalta que “o Poder Executivo central e o Poder Judiciário, cada um dentro de suas competências constitucionais, carecem de um instituto de direito administrativo para, efetivamente, exercerem um papel ativo na atuação executiva – e respectivo controle – dos temas cotidianos atrelados às escolhas regulatórias que afetam direitos e garantias fundamentais dos cidadãos” (GUERRA, Sérgio. **Discricionariedade, regulação e reflexividade: uma nova teoria sobre as escolhas administrativas**. 6ª ed. Belo Horizonte: Fórum, 2021. p. 275).

7 Conforme arts. 5º e 6º da Lei nº 6.385/1976.

6.404/76 (a Lei das Sociedades Anônimas), a fim de, sob uma perspectiva técnica, desenvolver o mercado de valores mobiliários brasileiro e assim potencializar suas virtudes.

A autarquia foi concebida na sequência de grande crise financeira ocorrida no início da década de 1970, que prejudicou especialmente os pequenos investidores pessoas físicas. Tendo em vista a importância do mercado de capitais para o financiamento de atividades econômicas e a complexidade inerente à negociação de valores mobiliários, àquela época, na descrição de Ary Oswaldo Mattos Filho, “toma corpo a sensação de que mudanças profundas deveriam acontecer para que (...) pudesse o mercado servir como elemento auxiliar no processo de capitalização das empresas”, de onde se extraíram as motivações para a criação da CVM⁸.

Segundo Julya Sotto Mayor Wellisch,

a Lei nº 6.385, já em 1976, considerando inclusive o dinamismo próprio do mercado de valores mobiliários e a necessidade de soluções técnicas permanentemente adaptáveis e flexíveis, sabiamente atribuiu à CVM importante competência reguladora para disciplinar as atividades por ela fiscalizadas, dotadas de particular complexidade técnica e constantemente suscetíveis a mudanças econômicas e tecnológicas⁹.

À CVM também cumpre fiscalizar, permanentemente, as atividades e os serviços do mercado de valores mobiliários brasileiro, bem como as companhias abertas nele inseridas e a veiculação de informações a ele relativas¹⁰. A esse respeito, a Lei nº 6.385/76 expressamente dispõe, em seu art. 9º, inciso V, que a CVM poderá apurar, mediante processo administrativo, atos ilegais e práticas não equitativas de administradores, membros do conselho fiscal e acionistas de companhias abertas, dos intermediários e dos demais participantes do mercado.

Tal penalização somente poderá ser imposta no âmbito de processos administrativos sancionadores (os chamados PAS)¹¹, que desde o ano de 2002¹² são regidos pelo modelo acusatório, pelo qual se segrega, de um lado, as funções investigativa e acusatória e, de outro, a julgadora. Assim, as áreas técnicas da CVM, cada uma em sua respectiva especialização (e.g., companhias abertas, fundos de investimento, registro de valores mobiliários etc.), supervisionam as atividades dos regulados e, se diante de elementos conclusivos quanto à autoria e à materialidade de alguma irregularidade, lavram termos de acusação, com isso instaurando um PAS¹³.

8 MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. **Direito dos Valores Mobiliários**. Vol. 1. Tomo 1. Rio de Janeiro: FGV, 2015. p. 170. Vide, também, VIEIRA, Jorge Hilário Gouvêa. **Comissão de Valores Mobiliários**. In: VENANCIO FILHO, Alberto; LOBO, Carlos Augusto da Silveira; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna (Orgs.). **Lei das S.A. em seus 40 anos**. Rio de Janeiro: Forense, 2017. pp. 435-453.

9 WELLISCH, Julya Sotto Mayor. Regulação do Mercado de Capitais Brasileiro. In: MOBILIÁRIOS, Comissão de Valores. **Direito do Mercado de Valores Mobiliários**. 2ª ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2022. p. 35.

10 Conforme art. 8º, III e V, da Lei nº 6.385/1976.

11 De acordo com o art. 11, § 4º, da Lei nº 6.385/1976.

12 Ano em que foi editada a Deliberação CVM nº 457/2002. Como já destacado pelo Colegiado da autarquia, a referida Deliberação representou “uma evolução importante em relação à delimitação das competências do Colegiado na função acusatória desempenhada pela CVM. Referida norma atribuiu autonomia às Superintendências e às Comissões de Inquérito para o exercício das funções acusatórias” (Processo CVM nº SP2011/302, Dir. Rel. Luciana Dias, j. em 24 jun. 2014).

13 Conforme arts. 3º a 6º da Resolução CVM nº 45/2021.

Após a apresentação de defesa por parte do(s) respectivo(s) acusado(s), o processo é encaminhado ao Colegiado da CVM, a quem caberá o seu julgamento, em sessão pública¹⁴. Atento às peculiaridades técnicas inerentes ao mercado de capitais, o legislador determinou, no art. 6º da Lei nº 6.385/1976, que os dirigentes da CVM devem ser nomeados pelo Presidente da República e aprovados pelo Senado Federal, dentre pessoas de ilibada reputação e “reconhecida competência em matéria de mercado de capitais”.

A decisão do Colegiado é tomada por maioria de votos, sendo que a cada integrante compete um voto¹⁵. Ao analisar o caso concreto, os dirigentes da CVM podem absolver os acusados ou aplicar-lhes as sanções previstas no art. 11 da Lei nº 6.385/1976, entre as quais as penas de advertência, multa ou inabilitações, suspensões ou proibições temporárias especificadas no dispositivo¹⁶.

Caso a decisão proferida pelo Colegiado seja por condenar os respectivos acusados, estes poderão interpor recurso da decisão ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional – CRSFN. O funcionamento do CRSFN é regulamentado pelo Decreto nº 9.889/2019, que dispõe que o referido Conselho é órgão colegiado, de caráter permanente, integrante da estrutura organizacional do Ministério da Economia (art. 2º).

Segundo o art. 3º do referido Decreto, o CRSFN integra-se por oito conselheiros titulares, com reconhecida capacidade técnica e notório conhecimento especializado nas matérias de sua competência, observada a seguinte composição: (i) dois indicados pelo Ministro de Estado da Economia; (ii) um indicado pelo Presidente do Banco Central do Brasil; (iii) um indicado pelo Presidente da Comissão de Valores Mobiliários; e (iv) quatro indicados por entidades representativas dos mercados financeiro e de capitais.

Por certo, os julgamentos de processos sancionadores e de recursos eventualmente interpostos, realizados, respectivamente, pela CVM e pelo CRSFN, possuem caráter eminentemente técnico. Desde a apuração dos fatos até a conclusão do processo, a autarquia e o Conselho ocupam-se de analisar fatos à luz de normas e realidades complexas, que demandam alto conhecimento específico acerca do mercado de capitais. Feita essa importante contextualização, passe-se ao exame do controle judicial sobre a aplicação de sanções administrativas.

3. PECULIARIDADES DO CONTROLE JUDICIAL SOBRE A APLICAÇÃO DE SANÇÕES ADMINISTRATIVAS

O controle judicial de atos administrativos é essencial ao Estado Democrático de Direito. Por meio dele busca-se tornar a sociedade capaz de suprimir arbitrariedades da Administração Pública e assim assegurar direitos fundamentais e garantias dos

14 Nos termos do art. 9º, § 5º, da Lei nº 6.385/1976 e do art. 49 da Resolução CVM nº 45/2021.

15 Art. 55 da Resolução CVM nº 45/2021.

16 Conforme art. 11 da Lei nº 6.385/1976.

cidadãos. Por outro lado, contudo, ele deve ser exercido com a devida parcimônia, sob pena de passar a corresponder não a um controle, mas a uma inversão de papéis, com o magistrado fazendo as vezes de administrador público.

De acordo com Sérgio Guerra:

A função jurisdicional instituída, entre outros fins, para evitar ou sustar as escolhas administrativas com erro, abuso e arbitrariedade, é imprescindível para o Estado Democrático de Direito e para a manutenção das garantias e direitos fundamentais dos cidadãos. Entretanto, em alguns casos, o excesso da atuação jurisdicional sobre escolhas administrativas traz consigo a controvérsia acerca da substituição das decisões dos agentes públicos, democraticamente eleitos ou não, pelos magistrados¹⁷.

Trata-se de um dos temas mais complexos do Direito Administrativo¹⁸. Nos Estados Unidos, cujo modelo de agências reguladoras serviu de forte inspiração ao modelo brasileiro adotado em meados da década de 1990, o controle judicial de decisões tomadas por essas agências tem como principal parâmetro jurisprudencial o caso *Chevron*¹⁹.

Em tal precedente, a Suprema Corte dos Estados Unidos analisou a capacidade normativa de determinada agência reguladora norte-americana, tendo fixado um duplo teste a ser realizado pelos tribunais, estruturado em duas etapas. Na primeira etapa, deve o magistrado verificar se o legislador disciplinou a matéria de maneira clara e inequívoca, de modo que o regulador possa interpretar e densificar tecnicamente o normativo legal. Caso, contudo, o legislador tenha sido silente ou ambíguo, o julgador deve passar à segunda etapa, pela qual verifica se a agência conferiu uma solução razoável ao problema em questão. Na maioria dos casos, os tribunais acabam por adotar o princípio da deferência, pelo qual, por não possuírem a necessária capacidade técnica, não substituem as decisões regulatórias²⁰.

No Brasil, como sintetiza Caldas, a forma de controle é diferenciada pela doutrina conforme os atos administrativos sejam vinculados ou discricionários. Se, de um lado, os atos vinculados, por só poderem seguir o caminho ao qual estão sujeitos, seriam plenamente controláveis pelo Poder Judiciário, os atos discricionários, de outro lado, abrangem uma margem de liberdade de escolha da Administração Pública, “que se relaciona com o mérito do ato administrativo”, e, por isso, “não poderiam ser controlados pelo Poder Judiciário, sob pena de afronta à separação dos poderes”²¹.

O Supremo Tribunal Federal já teve a oportunidade de se manifestar nesse sentido. No âmbito dos Recursos Extraordinários nº 867.960/SE e 993.585/DF, por exemplo,

17 GUERRA, Sérgio. **Discricionariedade, regulação e reflexividade: uma nova teoria sobre as escolhas administrativas**. 6ª ed. Belo Horizonte: Fórum, 2021. pp. 294-295.

18 CALDAS, Evandro. Arbitragem e o controle da regulação. **Revista de Direito Público da Economia**, v. 17, 2019, p. 83.

19 *Chevron U.S.A., Inc. vs. Natural Resources Defense Council, Inc.*, 467 US 837 (1984).

20 GUERRA, Sérgio. **Agências reguladoras: da organização administrativa piramidal à governança em rede**. 2ª ed. Belo Horizonte: Fórum, 2021. p. 86. BAPTISTA, Patrícia Ferreira. A inarbitrabilidade objetiva do conflito entre Petrobras e a ANP. **Revista de Direito Administrativo – RDA**, v. 275, 2017, p. 289.

21 CALDAS, Evandro. Arbitragem e o controle da regulação. **Revista de Direito Público da Economia**, v. 17, 2019, p. 83.

a corte manifestou-se favorável à não revisão de decisões administrativas, tendo em vista, especialmente, a autonomia das agências reguladoras e a limitada capacidade institucional do Poder Judiciário. Veja-se, nesse sentido, o seguinte trecho, comum a ambos os acórdãos:

É preciso, pois, cautela do Poder Judiciário ao se pronunciar sobre aspectos relativos a poderes normativos das agências reguladoras, sobre os atos técnicos por estas editados ou mesmo sobre os procedimentos administrativos por elas conduzidos. Quanto ao ponto, Richard Stewart, professor da Faculdade de Direito da Universidade de Nova Iorque (New York University – NYU), alerta sobre os inconvenientes e obstáculos inerentes à tentativa de tolher, pela via judicial, os espaços de discricionariedade das instâncias administrativas, exigindo um tratamento exaustivo dos diferentes assuntos no plano legislativo. (...)

Na espécie, consideradas essas duas premissas teóricas principais – (i) a garantia de autonomia das agências reguladoras; e (ii) o reconhecimento da limitação da capacidade institucional do Poder Judiciário –, evidencia-se que a atuação judicial sobre questões de alta complexidade técnica devem se mostrar deferentes à separação dos poderes e à distribuição de competências entre os diversos órgãos democráticos, conforme suas capacidades institucionais²².

No que tange especificamente à revisão judicial da aplicação de sanções administrativas de natureza punitiva, uma primeira observação necessária é a de que o tema possui certas peculiaridades que não podem ser ignoradas. Nesse sentido, vale trazer a observação de Gustavo Binenbojm, segundo o qual a aplicação de penalidades administrativas tem sua relevância ao concretizar desestímulos a condutas indesejáveis, inserindo-se no sistema de incentivos que caracteriza o poder de polícia²³.

Segundo o autor, “a sanção administrativa importa gravame que afeta severamente a esfera de direitos fundamentais dos particulares”, do que se extrai a importância de se proteger os administrados “contra o exercício arbitrário do jus puniendi estatal”²⁴. E, para além disso, no que mais importa para o presente artigo, Binenbojm destaca o caráter tecnicamente complexo por trás das normas tipificadoras de ilícitos administrativos:

“(...) as normas que definem infrações administrativas costumam aplicar-se a universo mais restrito de destinatários, envolvendo quase sempre matérias de elevado grau de complexidade técnica”.

É justamente isso o que “justifica a possibilidade de sua tipificação em ato normativo administrativo e a sua aplicação pelos órgãos e entidades especializados da

22 RE nº 867.960/SE, Rel. Min. Luiz Fux, j. em 18 dez. 2017 e RE nº 993.585/DF, Rel. Luiz Fux, j. em 26 set. 2017.

23 BINENBOJM, Gustavo. **Poder de polícia, ordenação e regulação**. 3ª ed. Belo Horizonte: Fórum, 2021. p. 104. No mesmo sentido, tratando especificamente da realidade no mercado de capitais, Alexandre Pinheiro dos Santos, Fábio Medina Osório e Julya Sotto Mayor Wellisch anotam que “[o] arcabouço punitivo estatal é uma fórmula (e não é a única) de o Estado lidar com ilícitos. Nesse contexto, o regime jurídico sancionador do mercado de capitais transparece como um sistema repressivo e pedagógico, julgado necessário à prevenção e ao combate a ilícitos” (SANTOS, Alexandre Pinheiro dos; OSÓRIO, Fábio Medina; WELLISCH, Julya Sotto Mayor. **Mercado de capitais: regime sancionador**. São Paulo: Saraiva, 2012. p. 24).

24 BINENBOJM, Gustavo. **Poder de polícia, ordenação e regulação**. 3ª ed. Belo Horizonte: Fórum, 2021. p. 105.

Administração Pública”. Assim porque “parece correta a premissa de que os órgãos e entidades administrativos são dotados de melhores capacidades institucionais do que os corpos legislativos para o detalhamento das infrações administrativas em cada setor sujeito à ordenação”.

Ao tratar especificamente do controle judicial da aplicação de sanções por agências reguladoras, Eduardo Jordão alude para o fato de que o instrumento regulatório não possui natureza prospectiva, uma vez que é imputado a particulares em cenários fáticos já ocorridos no passado. Assim, para o autor, “apesar de possuírem elas também um componente regulatório”, “possuem natureza mais próxima das medidas judiciais típicas, pelo quê sua submissão a um controle judicial não deferente é relativamente menos problemática”²⁵.

Isso não quer dizer, contudo, que tal submissão seja isenta de pontos de atenção. Tal como a formulação de normas prescritivas de irregularidades, também o julgamento realizado pelos reguladores no âmbito de processos administrativos sancionadores envolve análises técnicas e complexas, que passam pela subsunção de fatos verificados em um caso concreto a tipos ilícitos vigentes, que abarcam conceitos próprios do subsistema regulado e, muitas vezes, são positivados pelas próprias agências reguladoras²⁶, após ampla discussão com o mercado.

É ilustrativa, a esse respeito, a opção do legislador de atribuir, ao Conselho Monetário Nacional e à CVM, a função de “evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados no mercado” e de “assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários” (respectivamente, incisos V e VII do art. 4º da Lei nº 6.385/76).

Ao assim proceder, concedeu-se espaço às mencionadas autoridades administrativas para dar concretude a conceitos jurídicos indeterminados tendo em vista a específica realidade do mercado de valores mobiliários²⁷. Quando do julgamento de condutas potencialmente lesivas a tais tipos ilícitos, a CVM deve proceder a análise técnica,

25 JORDÃO, Eduardo. **Controle judicial de uma administração pública complexa**. São Paulo: Malheiros, 2016. pp. 135-136. Por outro lado, ao abordar a regulação econômica em geral, Jordão aponta que esta “consiste num esforço par moldar a estrutura e o funcionamento dos mercados” e que, “[p]ara o desenvolvimento desta atividade é bastante comum que o regulador seja obrigado a realizar análises prognósticas, voltadas a prever os efeitos de medidas governamentais ou operações empresariais no mercado considerado”. Utilizando o exemplo das análises de concentrações empresariais por autoridade antitruste, o autor conclui que “[o] tipo de apreciação nelas envolvido dista bastante da estrutura típica do raciocínio judicial”, razão pela qual deveria ser objeto de um controle judicial deferente (*Ibid.*, pp. 132-134).

26 Vale trazer as considerações de Sérgio Guerra, para quem o Poder Executivo está em melhor lugar para regular em detalhes os complexos subsistemas existentes na sociedade pós-moderna. Para o autor, a regra legiferante “vem sendo insuficiente, pois não decifra o politeísmo de valores necessário para propiciar uma decisão proporcional diante dos inúmeros conflitos sociais. Considerando as características da composição e atuação do Poder Legislativo, somadas às dificuldades naturais para regular em detalhes todos os subsistemas regulados pelo Estado, é necessário, portanto, redefinir a divisão clássica de tarefas e competências normativas” (GUERRA, Sérgio. **Agências reguladoras: da organização administrativa piramidal à governança em rede**. 2ª ed. Belo Horizonte: Fórum, 2021. p. 311).

27 Segundo Nelson Ezirik *et al.*, “[t]ais tipos são construídos mediante standards legais, ou seja, conceitos amplos, não precisamente determinados e que podem ser adaptados às circunstâncias fáticas do mercado. Tais *standards* legais, embora possam ser criticáveis, dada a incerteza que geram aos destinatários das normas, são de uso bastante comum no âmbito da regulação dos mercados, uma vez que é impossível prever, na esfera do ilícito econômico, altamente dinâmico, todas as condutas nocivas. Na realidade, a utilização de tipos abertos importa a concessão de ampla discricção à autoridade administrativa encarregada de aplicá-los à prática dos negócios, cabendo-lhe preencher os vazios do padrão genérico de conduta, caso a caso, no julgamento dos processos sancionadores” (EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais: Regime Jurídico**. 4ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 699).

a fim de verificar se o comportamento do regulado preencheu os elementos do conceito jurídico indeterminado por ela concretizado.

Trata-se de exame substancialmente distante daquele ao qual está habituado o Poder Judiciário, que não possui a expertise institucional do regulador. Sobre o ponto, vale citar novamente as palavras de Eduardo Jordão:

Por se tratar de problemas extremamente complexos, as questões regulatórias demandam tratamento especializado e pormenorizado. Nas mais diversas jurisdições a solução mais comum para enfrentá-las tem sido a de destacar uma instituição pública específica (uma autoridade administrativa reguladora), composta por meios financeiros adequados e por pessoal técnico de apoio para as decisões a serem tomadas pelos seus membros. Em contraste com esta configuração, os tribunais costumam caracterizar-se pela atuação genérica (incidente sobre diversos setores da economia) e dispor de poucos meios financeiros para promover análises técnicas detalhadas e cuidadosas sobre o alcance e os efeitos de determinada medida regulatória²⁸.

Além disso, deve-se ter em vista que, se é verdade que um controle judicial deferente “tende a desincentivar a propositura de novas contestações judiciais”, um controle não deferente “atua como um catalisador, estimulando e fomentando novos processos”, o que “tende a minar a legitimidade do regulador perante a indústria regulada”²⁹. Para voltar ao exemplo do mercado de capitais, a constante revisão de sanções impostas pela CVM acabaria por prejudicar a legitimidade da autarquia e a sua força no combate de condutas lesivas ao bom funcionamento do mercado brasileiro, assim desincentivando a observância de normas por ela fiscalizadas.

O entendimento da mais alta corte brasileira encontra-se alinhado ao que se disse acima. No âmbito do Recurso Especial nº 1.083.955, o STF analisou lide pela qual se buscava anular a imposição de penalidades por parte do Conselho Administrativo de Defesa Econômica – CADE, que entendeu, no caso concreto, terem ocorrido infrações à Lei Antitruste (Lei nº 8.884/1994). Os trechos da ementa da decisão em Agravo Interno a seguir replicados ressaltam como o tribunal enxerga a devida atuação do Poder Judiciário em casos dessa natureza:

2. O dever de deferência do Judiciário às decisões técnicas adotadas por entidades reguladoras repousa na (i) falta de *expertise* e capacidade institucional de tribunais para decidir sobre intervenções regulatórias, que envolvem questões policêntricas e prognósticos especializados e (ii) possibilidade de a revisão judicial ensejar efeitos sistêmicos nocivos à coerência e dinâmica regulatória administrativa. (...)

5. A intervenção judicial desproporcional no âmbito regulatório pode ensejar consequências negativas às iniciativas da Administração Pública. Em perspectiva pragmática, a invasão judicial ao mérito administrativo pode comprometer a unidade e coerência da política regulatória, desaguando em uma paralisa de efeitos sistêmicos acentuadamente

28 JORDÃO, Eduardo. **Controle judicial de uma administração pública complexa**. São Paulo: Malheiros, 2016. p. 140.

29 *Ibid.*, p. 150.

negativos.

6. A *expertise* técnica e a capacidade institucional do CADE em questões de regulação econômica demanda uma postura deferente do Poder Judiciário ao mérito das decisões proferidas pela Autarquia. O controle jurisdicional deve cingir-se ao exame da legalidade ou abusividade dos atos administrativos, consoante a firme jurisprudência desta Suprema Corte. (...)

11. As sanções antitruste, aplicadas pelo CADE por força de ilicitude da conduta empresarial, dependem das consequências ou repercussões negativas no mercado analisado, sendo certo que a identificação de tais efeitos anticompetitivos reclama *expertise*³⁰.

O Superior Tribunal de Justiça também já trilhou o mesmo caminho. Segundo a corte, “[n]o controle jurisdicional do processo administrativo, a atuação do Poder Judiciário limita-se ao campo da regularidade do procedimento, bem como à legalidade do ato”. Dessa forma, não se admite “nenhuma incursão no mérito administrativo a fim de aferir o grau de conveniência e oportunidade”³¹, mostrando-se “inviável a análise das provas constantes do processo disciplinar com o intuito de se adotar conclusão diversa daquela à qual chegou a autoridade administrativa competente”³².

Assim, segundo jurisprudência pacífica do STJ, “o controle do Poder Judiciário no tocante aos processos administrativos disciplinares restringe-se ao exame do efetivo respeito aos princípios do contraditório, da ampla defesa e do devido legal”, de maneira que é “vedado adentrar no mérito administrativo”³³.

Prevalece no direito brasileiro, portanto, o entendimento de que o mérito do ato administrativo – inclusive aquele pelo qual se impõem sanções – não deve ser revisto ou modificado pelo Poder Judiciário, caso a respectiva decisão seja razoável e resulte de um devido e adequado processo administrativo. Passe-se, então, à análise dos precedentes que enfrentaram pedidos de invalidação de sanções impostas pela CVM ou, em sede de recurso, pelo CRSFN.

4. O CONTROLE JUDICIAL SOBRE SANÇÕES IMPOSTAS NO ÂMBITO DO MERCADO DE CAPITAIS

Diversos foram os temas levados ao Poder Judiciário por particulares que buscavam anular sanções impostas por decisões da CVM ou do CRSFN³⁴. Apenas para dar

30 Ag. Reg. no RE nº 1.083.955/DF, Rel. Min. Luiz Fux, j. em 28 mai. 2019.

31 Para uma crítica à discricionariedade atribuída à Administração Pública por trás do binômio *oportunidade e conveniência* e propostas acerca dos instrumentos clássicos que conformam a escolha administrativa, confira-se GUERRA, Sérgio. **Discricionariedade, regulação e reflexividade: uma nova teoria sobre as escolhas administrativas**. 6ª ed. Belo Horizonte: Fórum, 2021. pp. 171 e ss.

32 MS nº 22.828/DF, Rel. Min. Gurgel Faria, j. em 13 set. 2017.

33 Ag. Int. no RMS nº 32.730/PE, Rel. Min. Assusete Magalhães, j. em 26 jun. 2017. No mesmo sentido: RMS nº 60.070/DF, Rel. Min. Herman Benjamin, j. em 26 abr. 2022; Embargos de Divergência nos Embargos de Divergência em REsp nº 1.797.663/CE, Rel. Min. Sérgio Kukina, j. em 10 ago. 2022; Agravo em REsp nº 1.378.501, Rel. Min. Sérgio Kukina, j. em 2 dez. 2019; e MS nº 21.682/DF, j. em 14 jun. 2017.

34 A pesquisa localizou 24 precedentes. São os seguintes: (i) TRF-2, Apelação Cível nº 0060636-30.2018.4.02.5101/RJ, Rel. Marcelo Rzezinski, j. em 1º mar. 2023; (ii) TRF-2, Apelação Cível nº 0006890-58.2015.4.02.5101, Rel. Reis Friede, j. em 8 nov. 2017; (iii) TRF-2, Apelação Cível nº 0022660-67.2010.4.02.5101, Rel. Flavio Oliveira Lucas, j. em 22 ago. 2018; (iv) TRF-2, Agravo de Instrumento nº 0008159-12.2015.4.02.0000, Rel. Marcelo Pereira da Silva, j. em 2 mar. 2016; (v) TRF-2, Apelação Cível nº 0143734-49.2014.4.02.5101, Rel. Poul Erik Dyrlund, j. em 21 ago. 2019; (vi) TRF-2, Apelação Cível nº 0000120-25.2010.4.02.5101, Rel. Alcides Martins, j. em 6 fev. 2018; (vii) TRF-2, Apelação Cível nº 0017859-11.2010.4.02.5101, Rel. Vera Lúcia Lima, j. em 16 jul. 2014; (viii) TRF-2, Apelação Cível nº 2003.51.01.028177-0,

alguns exemplos, já foram objeto de pedido de anulação de decisões relativas à prática de *insider trading*, operações fraudulentas no mercado de capitais, práticas não-equitativas, atuação no mercado de capitais sem o devido registro, não envio de informações no prazo devido, abuso de poder de controle, dever de diligência de administrador de companhia aberta, dever de agir no interesse social, dever de lealdade e conflito de interesses. São temas próprios do mercado de valores mobiliários que, sem dúvidas, exigem elevada expertise técnica por parte de quem avalia cada caso concreto à luz das regras incidentes.

Vale o exame detalhado de alguns específicos precedentes. No âmbito da Apelação Cível nº 0006890-58.2015.4.02.5101 (2015.51.01.006890-0), o Tribunal Regional Federal da 2ª Região avaliou pedido de administradora de companhia aberta de declarar nula multa imposta pela CVM por violação ao art. 153 da Lei nº 6.404/1976, segundo o qual administradores de sociedades anônimas devem exercer suas funções de maneira diligente³⁵.

O Desembargador Federal relator do julgado votou pelo conhecimento do recurso, mas destacou que “a revisão judicial das decisões proferidas em processos administrativos não possui amplo escopo, sendo, na verdade, restrita à análise da ocorrência de eventual ilegalidade no PAS objeto desta lide”, uma vez que é “vedado ao Poder Judiciário se imiscuir no mérito administrativo”.

Assim, em vez de analisar se o art. 153 da Lei nº 6.404/1976 foi ou não violado no caso concreto, seu exame focou em aspectos procedimentais da atuação da CVM. Dessa forma, ressaltou as diversas diligências realizadas pela autarquia para averiguar os fatos, tais como a inquirição acerca de procedimentos adotados pela administradora e a solicitação de documentos e informações, e concluiu ter havido, no relatório do processo administrativo, “coerente e detalhada narrativa dos fatos e análise de documentos apresentados, cuja conclusão decorre logicamente das informações dele constantes”.

Em seguida, observou que a decisão condenatória da CVM foi devidamente fundamentada, “apontando os motivos de fato e de direito que levaram à aplicação da sanção à ora Apelante, tomando por base elementos contidos e coletados ao longo da fase instrutória do PAS”. Além disso, registrou que, em obediência aos princípios do contraditório e da ampla defesa, a administradora “teve acesso aos autos durante todo o seu trâmite, tendo-lhe sido oportunizada a apresentação de defesa e recurso

Rel. Sergio Feltrin Correa, j. em 18 ago. 2009; (ix) TRF-3, Apelação Cível nº 0003780-78.2008, Rel. Carlos Muta, j. em 5 mar. 2015; (x) 32ª Vara Federal do Rio de Janeiro, Procedimento Comum nº 0050244-31.2018.4.02.5101/RJ, j. em 8 mar. 2022; (xi) STJ, Recurso Especial nº 1.888.183/RJ, Rel. Min. Regina Helena Costa, j. em 23 mar. 2021; (xii) STJ, Agravo em Resp nº 1.378.501, Rel. Min. Sérgio Kukina, j. em 2 dez. 2019; (xiii) TRF-2, Apelação Cível nº 0058438-25.2015.4.02.5101, Rel. Nizete Lobato Carmo, j. em 24 jun. 2020; (xiv) TRF-2, Apelação Cível nº 0019792-58.2006.4.02.5101, Rel. Guilherme Calmon, j. em 23 ago. 2011; (xv) TRF-2, Apelação Cível nº 370116.2004.51.01.013181-7, Rel. Reis Friede, j. em 29 ago. 2007; (xvi) TRF-3, Apelação Cível nº 0025713-44.2007.4.03.6100, Rel. Monica Nobre, j. em 22 set. 2022; (xvii) TRF-3, Apelação Cível nº 0016279-84.2014.4.03.6100/SP, Rel. Johonsom Di Salvo, j. em 6 jun. 2019; (xviii) TRF-3, Apelação Cível nº 0014919-17.2014.4.03.6100, Rel. Marli Ferreira, j. em 10 ago. 2021; (xix) TRF-3, Apelação Cível nº 0023128-68.1997.4.03.6100/SP, Rel. Nery Junior, j. em 3 dez. 2015; (xx) TRF-4, Apelação Cível nº 5002429-27.2016.4.04.7215/SC, Rel. Francisco Donizete Gomes, j. em 8 jun. 2020; (xxi) TRF-4, Apelação Cível nº 5008492-59.2015.4.04.7100/RS, Rel. Roger Raupp Rios, j. em 19 nov. 2019; (xxii) TRF-4, Apelação Cível nº 5000151-25.2012.4.04.7205/SC, Rel. Maria Lúcia Luz Leiria, j. em 13 dez. 2012; (xxiii) TRF-5, Apelação Cível nº 0809917-85.2017.4.05.8100, Rel. Roberto Wanderley Nogueira, j. em 9 mar. 2023; e (xxiv) STJ, Recurso Especial nº 1.130.103/RJ, Rel. Min. Castro Meira, j. em 19 ago. 2010.

35 Apelação Cível nº 0006890-58.2015.4.02.5101 (2015.51.01.006890-0), Rel. Reis Friede, j. em 16 ago. 2017.

administrativo, os quais foram devidamente apresentados”.

Por fim, consignou que o acórdão proferido pelo CRSFN ao apreciar recurso administrativo interposto pela administradora penalizada foi também “devidamente fundamentado, expondo com clareza e coerência as razões de decidir, com narrativa detalhada e detida análise dos fatos e dos argumentos expostos”, para então concluir não haver que se falar em nulidade do processo, “tendo em vista a inexistência de vícios de legalidade imputáveis à CVM na sua condução”.

Conforme o acórdão,

a análise, pelo Poder Judiciário, de questões relativas às razões pelas quais foi o PAS instaurado ou aos fundamentos da condenação, abrangendo a interpretação da autoridade administrativa acerca dos fatos e da tipificação legal da conduta, bem como dos elementos que constituem o tipo, com reavaliação do conteúdo probatório, seria imiscuir-se indevidamente no mérito administrativo.

Por certo, não sendo verificada, pela detida leitura dos autos do PAS, como no caso sob análise, a ocorrência de violação aos princípios da legalidade, da razoabilidade e da proporcionalidade na condução do processo administrativo e na aplicação da sanção dele decorrente, não cabe ao Poder Judiciário reavaliar o mérito administrativo, sob pena de invadir competência reservada ao Poder Executivo.

Em sentido semelhante seguiu o mesmo Tribunal Regional Federal no julgamento da Apelação Cível nº 0058438-25.2015.4.02.5101 (2015.51.01.058438-0)³⁶. Tratou-se de recurso contra sentença que negou pedido de nulidade de processo administrativo sancionador instaurado pela CVM e também o pedido subsidiário de redução de multa aplicada, em razão da aquisição de cotas de clube de investimento com base em informação privilegiada por parte do vice-presidente do clube (infração ao item II, alínea **d**, c/c item I da então em vigor Instrução CVM nº 08/1979).

O magistrado relator restringiu sua análise à aferição da regularidade do procedimento e da legalidade do ato administrativo, à luz dos princípios da ampla defesa, do devido processo legal e do contraditório. E, então, concluiu o seguinte, fazendo alusão ao caráter complexo e técnico da questão por trás da lide:

Da análise dos autos, extrai-se, portanto, que a questão, complexa e técnica, foi minuciosamente analisada no âmbito da CVM e do CRSFN, estando a condenação do apelante lastreada em decisão devidamente fundamentada, com a discriminação dos motivos de fato e de direito que levaram à imposição da sanção, com base nos elementos coletados ao longo da fase instrutória do processo administrativo.

O procedimento observou ainda o devido processo legal, com intimação do acusado para apresentar defesa e recurso, garantindo-se assim o contraditório e a ampla defesa.

Nesse contexto, não se cogita de nenhuma ilegalidade, pretendendo o apelante, na verdade, a reforma da decisão, pautado em alegações que

³⁶ Apelação Cível nº 0058438-25.2015.4.02.5101 (2015.51.01.058438-0), Rel. Nizete Lobato Carmo, j. em 24 junº 2020.

dizem respeito ao mérito administrativo (...). A análise da tese recursal implicaria, porém, em incursão no mérito administrativo, vedada ao Judiciário.

Quanto à multa aplicada ao apelante, o tribunal limitou-se a verificar que o valor foi fixado dentro do patamar previsto na Lei nº 6.385/1976, por isso “sem ofensa aos princípios da razoabilidade e da proporcionalidade”.

Diversos outros julgados seguiram o mesmo caminho, elucidando que, *em regra*, o Poder Judiciário defere-se ao mérito das decisões tomadas pela CVM ou pelo CRSFN, revisando tão-somente o procedimento percorrido pela autoridade administrativa até chegar às suas conclusões. Contudo, como se verá a seguir, a pesquisa realizada para a elaboração deste artigo revelou que não é sempre que esse cuidado dos magistrados prevalece.

5. A REVISÃO DO MÉRITO DA IMPOSIÇÃO DE SANÇÕES ADMINISTRATIVAS NO ÂMBITO DO MERCADO DE CAPITAIS POR PARTE DO PODER JUDICIÁRIO

Entre os julgados localizados pela pesquisa, realizada por meio de buscas em todos os tribunais integrantes da Justiça Federal brasileira, dois chamaram a atenção em função da natureza da análise realizada pelo Poder Judiciário quando à frente de pedidos de anulação de sanções impostas pela CVM ou pelo CRSFN. São eles (i) o Procedimento Comum nº 0050244-31.2018.4.02.5101/RJ, julgado pela 32ª Vara Federal do Rio de Janeiro em 8 de março de 2022; e (ii) a Apelação Cível nº 0000120-25.2010.4.02.5101 (2010.51.01.000120-0), julgada pelo TRF-2 em 6 de fevereiro de 2018. Esses precedentes serão agora analisados naquilo que importa para o presente estudo.

5.1. PROCEDIMENTO COMUM Nº 0050244-31.2018.4.02.5101/RJ

O processo em referência envolve a propositura de ação por ex-administradores de determinada companhia aberta, com vistas à declaração de nulidade do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/3225, julgado pela CVM em 13 de setembro de 2016. Ao concluí-lo, a CVM condenou os ex-administradores ao pagamento de multa em razão da prática de *insider trading* (utilização de informação privilegiada na negociação de valores mobiliários, com a intenção de auferir vantagem indevida).

O *insider trading*, nas palavras de um dos autores do anteprojeto da Lei nº 6.404/1976, é “o grande inimigo do investidor comum”³⁷, de forma que a sua vedação e o seu combate eficiente são indispensáveis para que o mercado de capitais tenha credibilidade e a confiança de quem nele aplica sua poupança. Por ser de difícil

37 LAMY FILHO, Alfredo. **O Dever de Divulgar Fato Relevante e a Obrigação de Manter Sigilo na Oferta Pública para Aquisição de Controle**. In LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. **A Lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação**. Rio de Janeiro: Renovar, 1996. p. 382.

comprovação por meio de provas diretas³⁸, a CVM tem se valido da análise de indícios e contraindícios em casos concretos para concluir se o ilícito foi ou não praticado.

Trata-se de análise técnica, pela qual os integrantes do Colegiado examinam os fatos e concluem, com base em sua experiência, se o conjunto probatório afasta dúvidas razoáveis de que o *insider trading* foi cometido, para então condenar os respectivos acusados. No referido PAS CVM nº RJ2014/3225, os diretores da CVM concluíram que o ilícito foi praticado com base em indícios como (i) o conteúdo de gravações telefônicas; (ii) o elevado volume negociado pelos acusados antes da divulgação da informação pela companhia; (iii) a vantagem por eles obtida; (iv) a pressa com a qual agiram para emitir as ordens de negociação; e (v) o padrão de negociação dos acusados, que não negociavam com habitualidade no mercado de capitais.

Ao decidir o pedido de declaração de nulidade do processo administrativo sancionador julgado pela CVM, o magistrado iniciou o exame do mérito rechaçando argumento da autarquia no sentido de que a pretensão dos autores corresponderia a violação do princípio da violação dos poderes. Em suas palavras:

Nada obstante os precedentes existentes, no campo específico da disciplina dos servidores públicos, tenho grande dificuldade em assimilar a ideia da existência de um campo de discricionariedade no âmbito do exercício do jus puniendi administrativo. Antes de tudo, porque não se afigura possível punir determinada pessoa por ter adotado conduta inconveniente ou inoportuna. Ou bem se praticou a conduta contrária à lei, regulamento ou contrato, ou bem se obrou dentro da esfera de licitude.

Nesse contexto, toda e qualquer consideração a ser feita em sede punitiva pertence à esfera da legalidade, sem o que não se terá por respeitado o cânone do devido processo legal administrativo.

Na sequência, a sentença afirmou que no caso concreto sequer haveria a necessidade de se discutir a existência de “uma esfera de discricionariedade técnica, envolvendo elementos próprios da especialização do órgão ou entidade responsável pela punição, em relação aos quais o Judiciário não teria ferramentas suficientes para o exercício do controle”, pois “o que se está a questionar (...) é a valoração das provas atinentes à ciência dos autores a respeito de informações privilegiadas que os teriam levado à realização de operações de venda”.

Nesse sentido, pontuou que a análise de conversas telefônicas, uma das provas examinadas pela CVM, não seria matéria técnica fora do alcance do Poder Judiciário, razão pela qual a realização de tal análise não acarretaria violação à separação de poderes. Mais à frente, após reconhecer que os elementos decisivos para a punição dos autores foram devidamente analisados pela decisão condenatória da CVM, o magistrado passou a reavaliar os indícios considerados pela autarquia. Vale a transcrição de alguns trechos ilustrativos:

38 Aquelas, conforme Vicente Greco Filho, “destinadas a demonstrar o próprio fato principal da demanda, ou seja, aquele cuja existência, se comprovada, determina a consequência jurídica pretendida” (GRECO FILHO, Vicente. **Manual de Processo Penal**. São Paulo: Saraiva, 1991. p. 174).

(...) o fato de os autores não terem vendido toda a sua carteira de ações da companhia aponta para a incerteza de sua posição quanto à perfuração do poço, sendo sintomático da ausência de qualquer informação privilegiada. Convence, no ponto, o argumento dos autores, no sentido de que a 'perda evitada' com a venda das ações deve ser aquilatada com o prejuízo experimentado com as ações retidas, levando a conclusões incongruentes com a típica situação de ganho obtido mediante insider trading.

Finalmente, o trecho da gravação de (...) com seu operador, tido como relevante pela autoridade administrativa para a configuração do ilícito, dizia respeito à ordem de reserva do dinheiro obtido com a venda para uma recompra no futuro próximo, a qual acabou por se concretizar. De fato, esse dado mostra-se incompatível com a declarada intenção de diversificar as aplicações. Mas também é incompatível com o suposto acesso privilegiado a informações que impactariam negativamente o principal projeto de exploração da empresa, gerando perdas sustentáveis em seu valor de mercado.

Já em relação ao diálogo de (...) com seus operadores, transcrito no termo de acusação (...) e tido como essencial pela decisão administrativa para concluir pela posse de informação privilegiada, verifico sinais de incerteza quanto ao resultado do processo de exploração, muito embora houvesse clara expectativa de divulgação do 'objetivo'. A própria referência feita à ausência de um possível rumor positivo e seu possível impacto no papel é indicativa de uma incerteza e de uma apreciação intuitiva sobre a situação. Em suma, muito pouco para respaldar a conclusão atingida.

(...)

Convergem para a conclusão o fato de o autor (...) não ter vendido a totalidade da posição, com os prejuízos inerentes a essa decisão, e também ter fixado um preço mínimo para venda (R\$ 1,50), indicativo de uma incerteza em relação ao futuro das ações, de todo incompatível com a tese acusatória. A trajetória de queda nos preços das ações (...) nos dias anteriores às operações tidas como suspeitas jamais foi refutada pela CVM, e labora, igualmente, em favor da tese autoral.

Então, ao fim, arrematou que "todo o panorama indiciário coligido aos autos administrativos labora em favor dos autores, sustentando de forma adequada sua tese de demonstração insuficiente da infração punida". O pedido para declarar a nulidade do PAS CVM nº RJ2014/3225 e as multas nele aplicadas foi, então, julgado procedente.

5.2. **A APELAÇÃO CÍVEL Nº 0000120-25.2010.4.02.5101 (2010.51.01.000120-0)**

A Apelação Cível em referência foi julgada em 2018 e teve como objeto o Inquérito Administrativo CVM nº 15/97. A apelação foi interposta pela CVM e pela União Federal em face de sentença que acatou o pedido do autor de anular sanção imposta por decisão do CRSFN, em sede recursal.

O referido Inquérito Administrativo teve como pano de fundo operações irregulares supostamente realizadas em detrimento de instituições de seguridade social. Em termos gerais, na tese da acusação da CVM, investidores, corretora e representantes das instituições de seguridade social teriam agido em conluio para praticar o chamado *front running* contra essas instituições.

Basicamente, *front running* consiste em prática ilícita pela qual alguém, aproveitando-se de relação fiduciária mantida com outra pessoa, utiliza informações sigilosas a respeito de intenções de negociação desta para antecipar-se e auferir vantagens por meio da realização de operações no mercado de capitais³⁹. O caso concreto por trás o Inquérito Administrativo CVM nº 15/97 envolveu alegado conluio e o repasse de informações entre corretora, investidores e representantes de instituições de seguridade social para auferir vantagens indevidas em prejuízo dessas instituições.

Especificamente quanto aos autores dos pedidos de anulação, o Colegiado da CVM entendeu, em sua decisão, que contra eles não haveria provas suficientes para amparar uma condenação no âmbito de um processo administrativo sancionador. Vale notar que, em relação a um dos autores, o voto do diretor relator da CVM consignou que sua posição pela absolvição se daria não por estar convicto da inocência do réu, mas por ainda remanescerem dúvidas a respeito da prática do ilícito do qual foi acusado⁴⁰:

O CRSFN foi acionado a examinar o caso em razão da interposição de recurso de ofício da decisão absolutória⁴¹. Contrariamente à CVM, entendeu o órgão recursal que haveria, sim, provas hábeis a condenar os acusados.

Ao apreciar as questões de mérito da lide, o acórdão do TRF-2 iniciou afastando a alegação de que conhecimento do mérito da decisão administrativa pelo Poder Judiciário violaria o princípio da separação dos poderes. No entendimento dos desembargadores presentes no julgamento, “em uma visão contemporânea do Direito Administrativo, é possível em análise casuística (...) a análise jurisdicional do mérito administrativo, de modo a assegurar que o poder público não seja exercido de forma arbitrária e a margem da Constituição”. Nesse sentido, o controle judicial

39 Nas palavras da doutrina, “[c]onstituem típicas práticas não equitativas de ‘embonecamento’ as operações de front running, mediante as quais os operadores do mercado, ao receberem ordens de compra de valores mobiliários de ponderável volume, compram antes, ‘na frente’, para si próprios ou para ‘laranjas’ e depois vendem para os clientes que lhes haviam passado tais ordens” (EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais: Regime Jurídico**. 4ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 709). Em recente julgamento, a CVM esclareceu que, “[n]o *front running*, agindo de maneira não equitativa diante da previsão de que serão colocadas ‘ordens de compra’ ou ‘ordens de venda’ por valor ponderável e/ou vantajoso, os operadores de mercado cientes desta informação antecipam-se ‘correndo na frente’ para, conforme o caso, vender ou comprar valores mobiliários em ordem própria ou em nome de terceiro, a fim de obter ganhos com a movimentação do mercado. A posse de informação não pública e privilegiada relativa à iminente ordem a ser executada, capaz de influenciar a cotação do papel, confere aos operadores de mercado a indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade frente aos demais participantes do mercado” (PAS CVM nº 19957.005174/2019-14, Rel. João Pedro Barroso do Nascimento, j. em 11 out. 2022).

40 Nos termos de seu voto: “entendo que os elementos de convicção são ainda insuficientes, para que se tenha por comprovado o envolvimento do Defendente no presente feito. De modo que, ainda que não esteja convicto, de modo algum, da sua inocência, sou levado a admitir a existência de uma tal possibilidade – ainda que remota. E diante de uma dúvida como esta com a qual me deparo, forço é optar pela hipótese de inocência, eis que se afigura um mal menor que se livre o culpado sem punição a que venha a ser condenado um inocente. Conceda-se-lhe, portanto, o benefício da dúvida”.

41 O Decreto nº 1.935/1996, então em vigor, prescrevia, em seu art. 3º, que ao CRSFN competia “apreciar os recursos de ofício, dos órgãos e entidades competentes, contra decisões de arquivamento dos processos que versarem sobre as matérias relacionadas no inciso I e nas alíneas ‘a’ a ‘c’ do inciso II do art. 2º”. O referido decreto foi revogado pelo Decreto nº 9.889/2019, que não mais prevê tal competência ao CRSFN.

ocorreria especialmente “nos casos em que a Administração adota critérios desarrazoados em seus atos e decisões”.

Ancorado em tais premissas, o voto do relator passou então a analisar o caso concreto. Contudo, em vez do *front running*, a decisão focou no exame de cometimento ou não de *insider trading*, ilícito distinto daquele pelo qual os autores dos processos foram sancionados. Vale a transcrição de alguns trechos, nos quais o julgado apresenta o contexto teórico que embasou a decisão:

O uso indevido de informação privilegiada ou insider trading – expressão originária do ordenamento jurídico norte-americano – consiste em prática não equitativa realizada por pessoas que, por força de sua atividade profissional, tomam conhecimento das atividades da emissora de valores mobiliários antes que se tornem públicas, usando dessa informação para realizar operações auferindo lucros para si ou para terceiros.

(...)

Nos termos do art. 13 da Instrução CVM nº 358, pode ser punida qualquer pessoa que tenha conhecimento da informação, sabendo que é privilegiada (insider secundário), cabendo à CVM a produção de provas do uso indevido de eventual informação privilegiada. Já no que tange aos insiders primários, há, na esfera do processo administrativo sancionador, uma presunção iuris tantum de que detêm a informação relevante e que a possível negociação com valores dessa companhia seria irregular.

E, com base no referencial teórico do *insider trading*, analisou a decisão administrativa tomada pelo CRSFN e concluiu:

Pela análise do processo administrativo sancionatório se depreende que, de fato, a decisão do CRSFN analisou a questão de forma genérica, atribuindo ao autor da demanda, e também apelante, tipificação por práticas não equitativas e imputação de multa **sem lastro probatório mínimo a comprovar sua conduta dolosa como insider secundário** (grifou-se).

Assim sendo, com base nos elementos constituidores de outro tipo ilícito que não foi objeto de apuração no âmbito do PAS CVM nº 15/97, cravou que “a decisão do CRSFN (...) é ilegítima” e as multas impostas aos autores, nulas.

CONCLUSÃO

Como visto, os tribunais brasileiros costumam resguardar a decisão administrativa tomada em processos administrativos sancionadores relativos a assuntos afeitos ao mercado de capitais que não revelem qualquer motivo de invalidade. A análise realizada pelos magistrados não costuma passar da verificação do respeito, pela CVM ou pelo CRSFN, aos princípios da legalidade, da razoabilidade e da proporcionalidade na condução dos processos e na aplicação de eventual sanção. O entendimento predominante é o de que, na aplicação de sanções administrativas, não cabe ao Poder Judiciário reavaliar o mérito da decisão proferida, sob pena de se imiscuir em competência reservada ao Poder Executivo.

Contudo, dois precedentes localizados desviaram-se desse raciocínio. Em um deles – o Processo Comum nº 0050244-31.2018.4.02.5101/RJ –, observou-se a reanálise de todo o conjunto probatório no qual a CVM baseou sua decisão condenatória. Reavaliou-se, nesse sentido, o conteúdo de gravações telefônicas e outros indícios antes levados em consideração pela autarquia, que possui substancial experiência técnica na averiguação de ilícitos cometidos no mercado de capitais.

Uma tal revisão, contudo, pode ser problemática. Em primeiro, porque pode se presumir que a CVM possui maior capacidade técnica de julgar ilícitos administrativos sob sua competência do que possuem, em regra, os juízes brasileiros. Em segundo, porque a revisão mina a legitimidade da autarquia perante seus regulados – ao abrir caminho para o reexame do mérito, acaba-se por criar, na prática, nova instância recursal das decisões tomadas pelo regulador, assim descreditando e reduzindo a efetividade da atuação da CVM.

No outro precedente, tem-se exemplo prático de como a revisão do mérito da decisão administrativa pode ser problemática. Ao analisar o caso, o desembargador relator baseou-se em premissas teóricas de tipo ilícito distinto daquele objeto do processo administrativo sancionador cuja nulidade era perquirida. E, extrapolando o exame de validade da decisão do CRSFN, declarou nulo o referido procedimento.

Diante do exposto, pode-se dizer que, em vista do caráter eminentemente técnico das decisões tomadas em processos administrativos sancionadores instaurados pela CVM e do princípio da separação dos poderes, o Poder Judiciário não costuma se imiscuir no mérito de tais decisões ao avaliar pedidos de anulação formulados por regulados sancionados. Porém, essa não foi a regra em todos os casos: mesmo em um universo relativamente reduzido de processos, localizaram-se processos judiciais em que o mérito da decisão foi revisto, o que deve ser evitado.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ARAGÃO, Alexandre Santos de. **Agências reguladoras e a evolução do direito administrativo econômico**. Rio de Janeiro: Forense, 2002.
- BAPTISTA, Patrícia Ferreira. A inarbitrabilidade objetiva do conflito entre Petrobras e a ANP. **Revista de Direito Administrativo**, v. 275, 2017.
- BINENBOJM, Gustavo. **Poder de polícia, ordenação e regulação**. 3ª ed. Belo Horizonte: Fórum, 2021.
- CALDAS, Evandro. Arbitragem e o controle da regulação. **Revista de Direito Público da Economia**, v. 17, 2019, p. 83.
- CHEVALLIER, Jacques. **O estado pós-moderno**. Tradução Marçal Justen Filho. Belo Horizonte: Fórum, 2009.
- EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais: Regime Jurídico**. 4ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019.
- GRECO FILHO, Vicente. **Manual de Processo Penal**. São Paulo: Saraiva, 1991.
- GUERRA, Sérgio; PALMA, Juliana Bonacorsi de. Art. 26 da LINDB – Novo regime jurídico de negociação com a Administração Pública. **Revista de Direito Administrativo**, 2018, pp. 135-169.
- GUERRA, Sérgio. **Agências Reguladoras**. 2ª ed. Belo Horizonte: Fórum, 2021.
- GUERRA, Sérgio. **Discricionariedade, regulação e reflexividade: uma nova teoria sobre as escolhas administrativas**. 6ª ed. Belo Horizonte: Fórum, 2021.
- JORDÃO, Eduardo. **Controle judicial de uma administração pública complexa**. São Paulo: Malheiros, 2016.
- LAMY FILHO, Alfredo. **O Dever de Divulgar Fato Relevante e a Obrigação de Manter Sigilo na Oferta Pública para Aquisição de Controle**. In LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. **A Lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação**. Rio de Janeiro: Renovar, 1996.
- LAWSON, Gary. The Rise and Rise of the Administrative State. **Harvard Law Review**, Vol. 107, No. 6 (Apr., 1994), pp. 1231-1254.
- MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. **Direito dos Valores Mobiliários**. Vol. 1. Tomo 1. Rio de Janeiro: FGV, 2015.
- MARQUES NETO, Floriano de Azevedo. Regulação estatal e autorregulação na economia contemporânea. **Revista de Direito Público da Economia**, v. 9, n. ja/mar. 2011, pp. 79-94.
- MEDAUAR, Odete. **O direito administrativo em evolução**. 3ª ed. Brasília: Gazeta Jurídica, 2017.
- PALMA, Juliana Bonacorsi. **Sanção e Acordo da Administração Pública**. São Paulo: Malheiros, 2015.
- SANTOS, Alexandre Pinheiro dos; OSÓRIO, Fábio Medina; WELLISCH, Julya Sotto Mayor. **Mercado de capitais: regime sancionador**. São Paulo: Saraiva, 2012.
- VIEIRA, Jorge Hilário Gouvêa. **Comissão de Valores Mobiliários**. In: VENANCIO FILHO, Alberto; LOBO, Carlos Augusto da Silveira; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna (Orgs.). **Lei das S.A. em seus 40 anos**. Rio de Janeiro: Forense, 2017. pp. 435-453.
- WELLISCH, Julya Sotto Mayor. **Regulação do Mercado de Capitais Brasileiro**. In: MOBILIÁRIOS, Comissão de Valores. **Direito do Mercado de Valores Mobiliários**. 2ª ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2022.