

## INTRODUÇÃO

Vive-se, nos últimos anos, um período de grande efervescência no direito administrativo. Isto tem ocorrido em função da mudança do enfoque dado à administração pública que, passando de burocrática à gerencial, assimilou novas idéias, liberando-se das amarras do Estado patrimonialista e, ao mesmo tempo, sendo-lhe criadas novas oportunidades de intervencionismo estatal, mas com uma mudança de paradigma<sup>1</sup>.

Algumas obras recentemente lançadas espelham bem essa tendência, sobretudo no que concerne a fincar definitivamente as raízes de um novo regime jurídico-administrativo, a ponto de se enxergar a efetiva existência de um direito administrativo especializado – o direito administrativo sancionador – voltado à proteção dos direitos fundamentais<sup>2</sup>.

Nessa toada, é possível dizer que o direito administrativo sancionador, incide em campos distintos, *v.g.*, ilícitos fiscais, tributários, econômicos, de polícia, de trânsito, atentatórios à saúde pública, urbanismo, ordem pública, e qualquer campo que comporte atuação fiscalizadora e repressiva do Estado<sup>3</sup>.

No que concerne ao mercado de valores mobiliários, mais especificamente à atividade de sua regulação e de sua fiscalização, já tivemos a oportunidade de escrever que o tema assumiu novos contornos, sobretudo com a recém-edição da Lei nº 10.303/01, da

---

<sup>1</sup> Para saber mais sobre o tema, indica-se a leitura do texto “Da administração burocrática à gerencial”, de autoria de Luiz Carlos Bresser Pereira (*in* Revista do Serviço Público, ano 47, Vol. 120, n. 1, p. 7-37)

<sup>2</sup> FERREIRA, Daniel. Temas de direito administrativo vol. 4: sanção administrativa. São Paulo: Malheiros, p. 11-12.

<sup>3</sup> OSÓRIO, Fabio Medina. Direito administrativo sancionador. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 2000, p. 17.

Lei 10.411/02 e do Decreto nº 3.995/01, que conferiram à Comissão de Valores Mobiliários (CVM) novas atribuições<sup>4</sup>.

Vale dizer que o direito administrativo sancionador sempre desempenhou importante papel na regulação desse mercado, eis que a CVM, nos termos do art. 11 da Lei nº 6.385/76, pode impor sanções aos seus administrados por infrações às normas da Lei de sociedade por ações, dos atos normativos por ela própria editados, bem como de outras normas legais que lhe incumba fiscalizar.

Nesse sentido, mister se faz, propedeuticamente, tecer breves considerações, primeiramente, sobre o funcionamento do mercado de valores mobiliários, no Brasil, e a importância do agente regulador para o seu desenvolvimento, em especial, no que se refere ao poder punitivo que a Lei lhe outorgou. Em seguida, será apresentada a evolução das teorias que deram suporte ao que hodiernamente se conhece como direito administrativo sancionador, identificando suas origens, perpassando necessariamente pelo direito de mera ordenação social, avançada linha de defesa do direito penal administrativo, solidamente alicerçado no ordenamento jurídico português. Destarte, procurar-se-á, através deste estudo, encontrar respostas para alguns temas que são recorrentes no seio do Colegiado da CVM, órgão a quem se atribui a competência para julgar as infrações à legislação societária e a do mercado de capitais, assim como no Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (CRSFN), instância revisora das decisões daquela autarquia.

É dentro deste contexto que será desenvolvido este modesto ensaio jurídico, trazendo à tona alguns questionamentos específicos envolvendo a aplicação pela CVM de sanções por atos ilegais e práticas não equitativas no mercado de valores mobiliários, à luz do direito administrativo sancionador.

---

<sup>4</sup> In “A nova função reguladora da Comissão de Valores Mobiliários” (o artigo encontra-se disponível no sítio [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br) - consulta maio/2005)

## **I. O FUNCIONAMENTO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS E SUA IMPORTÂNCIA NO PROCESSO DE CAPITALIZAÇÃO DAS EMPRESAS**

A existência de unidades econômicas com *superavit* em seus orçamentos e unidades deficitárias ou com projetos de investimentos que exijam recursos acima dos disponíveis, atualmente, resulta em oferta e procura de dinheiro, tendo as unidades tomadoras de pagar um prêmio (juros ou participação nos lucros) às unidades superavitárias para que essas abram mão dos recursos<sup>5</sup>. Do encontro entre essas unidades econômicas e das diferentes configurações de prazo, volume de recursos e forma de remuneração pela liquidez, surge o mercado financeiro, composto por diversos segmentos: os mercados monetário, de crédito, de câmbio e de capitais<sup>6</sup>.

No que tange especificamente ao mercado de capitais, constitui-se num dos fatores mais importantes do desenvolvimento econômico nacional, no sentido de dirigir a poupança, tanto interna quanto externa, para o setor produtivo. Nesse sentido, muito bem definiu José Alexandre Scheinkman, *verbis*:

“o mercado de capitais permite a eliminação dos riscos diversificáveis e a alocação dos riscos não diversificáveis nas mãos dos agentes econômicos mais capazes de detê-los. Mais importante é que, por permitir a realocação de riscos, os mercados de capitais tornam factíveis um maior número de projetos de investimento. Desta maneira o desenvolvimento do mercado de capitais contribui para o processo de crescimento<sup>7</sup>”.

É de ver-se que tal mercado compreende tanto empresários e entidades governamentais, os quais precisam captar recursos com aqueles que têm recursos a oferecer. Entre uns e outros, estão os intermediários do mercado, que buscam interagir com

---

<sup>5</sup> CAVALCANTE, Francisco, e MISUMI, Jorge Yoshio. Mercado de Capitais. Rio de Janeiro, Campus, 2001, p. 17.

<sup>6</sup> Sobre a distinção entre mercado de crédito e mercado de capitais, recomenda-se a leitura da obra “Economia monetária e financeira” de co-autoria de CARVALHO, Fernando J. Cardim de *et alli*.

<sup>7</sup> *Apud* Lex, Aline Carli in “A importância da participação do investidor individual no desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro” (monografia apresentada ao III concurso de monografias promovido pela CVM, disponível no sítio [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br) - consulta em maio/2005).

os mesmos, a fim de permitir-lhes esta troca. São exemplos destes últimos as instituições financeiras em geral, sobretudo os bancos de investimento, as sociedades corretoras, as sociedades distribuidoras e os denominados bancos múltiplos<sup>8</sup>.

Segundo o Prof. Osmar Brina Corrêa Lima, “o mercado de valores mobiliários é um segmento do mercado de capitais que, por sua vez, integra o chamado mercado financeiro (...) Para as companhias abertas, o mercado de valores mobiliários funciona como um sistema de vasos comunicantes. Nele, as poupanças populares são captadas e canalizadas para o financiamento da atividade empresarial, através da aquisição de papéis emitidos pelas companhias para o autofinanciamento de seu capital de giro<sup>9</sup>” (os grifos não são do original).

Na dicção de Roberto Papini, o mercado de valores mobiliários é um “*subsistema do mercado de capitais no qual se realizam operações de compra e venda de ações e outros valores mobiliários de emissão das sociedades anônimas*”, sendo certo que suas funções básicas são “*assegurar liquidez aos títulos e valores mobiliários de emissão das companhias*” e “*capitalizar as companhias*”<sup>10</sup>.

O mercado de valores mobiliários negocia predominantemente ações, debêntures e quotas de fundo de investimento em renda variável, compreendendo ainda um universo amplo de títulos enumerados no art. 2º da Lei nº 6.385/76. Além desses, existem os contratos derivativos (futuros, de opções, a termo, etc.) e outros títulos ou contratos de investimento coletivo que, ofertados publicamente, gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.

---

<sup>8</sup> BORBA, José Edwaldo Tavares. Direito Societário. 8ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2003, p. 153.

<sup>9</sup> LIMA, Osmar Brina Corrêa. Curso de Direito Comercial: sociedade anônima. Vol. 2. Belo Horizonte: Livraria Del Rey Editora, 1995, p. 28.

Estão expressamente excluídos do mercado de valores mobiliários os títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal e os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira, exceto as debêntures.

Bem de salientar que a Lei nº 6.385/76 disciplinou, dentre outros assuntos<sup>11</sup>, a emissão e distribuição de valores mobiliários, bem como as atividades de negociação e a intermediação ocorridas nesse mercado. Por sua vez, toda distribuição pública de valores mobiliários, seja primária ou secundária, só poderá ser efetuada se houver prévio registro na CVM, e desde que com intermediação das instituições integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários, as denominadas "instituições intermediárias" (*cf.* art. 19, *caput* e § 4º *c/c* art. 15).

Incumbe aduzir que a intervenção da CVM não se resume meramente ao registro de tais operações. Como se verá adiante, sua atuação é amplificada, sendo sua contribuição fundamental para que se tenha um mercado eficiente e confiável.

Em suma, o mercado de valores mobiliários, como elemento integrante do sistema financeiro, inegavelmente, é o foro indicado para operações com títulos emitidos pelas companhias abertas, constituindo instrumento de fomento do desenvolvimento econômico nacional, na medida em que reúne condições para oferecer às empresas um volume

---

<sup>10</sup> PAPINI, Roberto. Sociedade anônima e mercado de valores mobiliários. Rio de Janeiro: Forense, 1987, p. 9.

<sup>11</sup> Art. 1º Serão disciplinadas e fiscalizadas de acordo com esta Lei as seguintes atividades:

- I - a emissão e distribuição de valores mobiliários no mercado;
- II - a negociação e intermediação no mercado de valores mobiliários;
- III - a negociação e intermediação no mercado de derivativos;
- IV - a organização, o funcionamento e as operações das Bolsas de Valores;
- V - a organização, o funcionamento e as operações das Bolsas de Mercadorias e Futuros;
- VI - a administração de carteiras e a custódia de valores mobiliários;
- VII - a auditoria das companhias abertas;
- VIII - os serviços de consultor e analista de valores mobiliários.

adequado de recursos a custos satisfatórios, através de instrumentos atraentes para público, quanto a retorno, prazo, liquidez e garantia<sup>12</sup>.

## **I.1. O PODER PUNITIVO DA CVM E SEU CONTRIBUTO PARA O DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS**

A CVM, autarquia federal especial criada pela Lei nº 6.385/76, é a entidade que tem, dentre outras atribuições, a de fiscalizar e a de regular<sup>13</sup> os serviços e atividades do mercado de valores mobiliários.

É de se salientar que, ao editar a Lei suprarreferida, o legislador optou por elaborar um instrumento legal que possuísse baixa densidade normativa. Nesse sentido, nos termos do seu art. 8º, I, permitiu que a CVM regulamentasse, com observância da política definida pelo Conselho Monetário Nacional - CMN, órgão vinculado ao Ministério da Fazenda, as matérias expressamente previstas no referido diploma e na Lei das sociedades por ações. Essa técnica, denominada de “deslegalização” ou “delegificação”, em que se retira certas matérias do domínio da lei, abrindo a possibilidade para que outras fontes normativas tratem das mesmas<sup>14</sup>, teve o condão de conferir maior autonomia e agilidade à CVM para lidar com a complexa e dinâmica realidade social subjacente.

Para cumprir essa importante missão, a CVM editou e edita diversos atos, consubstanciados em deliberações, instruções e pareceres de orientação, apoiados em fundamentos básicos, definidos segundo uma política de regulação própria.

---

<sup>12</sup> Brasil. Cartilhas da CVM. Consulta ao sítio [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br) em maio/2005.

<sup>13</sup> Embora alguns autores façam a distinção entre “regulação” e “regulamentação”, entendemos que os termos podem ser usados indistintamente (para saber mais sobre o assunto, consultar AGUILAR, Fernando Herren, *in* “controle social de serviços públicos, Ed. Max Limonad, 1999, p. 163-286).

<sup>14</sup> Nessa ordem de idéias, tome-se por empréstimo a classificação oferecida por Eduardo Garcia de Enterría – citada por Diogo de Figueiredo Moreira Neto (*in* “mutações do direito administrativo”, Rio de Janeiro: Renovar, Rio de Janeiro, 2000, p. 154-165) – que propõe como tipos básicos de delegação legislativa as seguintes técnicas: a delegação receptícia, a remissão e a deslegalização.

Vale aqui reproduzir trecho do *paper* produzido pela CVM, em que são expostos os fundamentos básicos para a regulação do mercado de valores mobiliários:

“(…) A primeira constatação para a consecução dos objetivos de um órgão regulador é a de que há uma opção clara pelo modelo capitalista, baseado na economia de mercado e na livre iniciativa, o que induz a aceitação dos instrumentos de mercado.

A liberdade que caracteriza esse sistema não impede que a economia possa, em alguns dos seus segmentos, estar sujeita à interferência do Estado. Admite-se, inclusive, que essa interferência estatal tem sido uma constante mesmo nos países em que a economia de mercado representa os alicerces do seu progresso.

Reconhece-se que o mercado traz dentro de si algumas ineficiências. Além disso, vistas como um todo, as sociedades, e principalmente as mais livres, caracterizam-se pelos conflitos. Na comunidade como na economia, a presença do Estado importa para eliminar ou minimizar esses conflitos de interesses, ou ainda, harmonizá-los.

Dentro desse contexto, é que se inserem tanto o mercado de valores mobiliários quanto a própria CVM, a quem a legislação delegou poderes para desenvolvê-lo e regulá-lo (…)

(…) A CVM, obedecendo aos postulados da economia de mercado, persegue um mercado de valores mobiliários eficiente, que, para tanto, precisa ser livre, competitivo e informado, e deseja também um mercado confiável como resultado de uma adequada proteção e harmonização dos interesses de todos os que nele transacionam.

O exercício da atividade regulatória da CVM, em consequência, objetiva a manutenção da eficiência e da confiabilidade no mercado de valores mobiliários, condições consideradas fundamentais para assegurar o desenvolvimento desse mercado (…)<sup>15</sup>”

Ressalte-se, por oportuno, que a atividade regulatória da CVM não ocorre isoladamente, eis que se optou em permitir que o próprio mercado se regule e se fiscalize.

---

<sup>15</sup> Brasil. Comissão de Valores Mobiliários. Regulação do mercado de valores mobiliários: fundamentos e princípios. Rio de Janeiro, 1979.

Com efeito, co-existem harmonicamente dois sistemas. O primeiro deles, de cunho auto-regulatório é voltado para determinadas atividades no mercado de valores mobiliários, objetivando aumentar a eficiência da atividade regulatória, evitando a centralização excessiva do poder de editar normas e fiscalizar seu cumprimento (v.g. bolsas de valores)<sup>16</sup>. Essa atuação, entretanto, não repulsa as funções do segundo sistema, em que a CVM interferirá, nesse processo, se verificar que os instrumentos primários de auto-regulação não estão tendo desempenho adequado.

Tal orientação é extraída do documento antes mencionado produzido pela própria CVM, cujo trecho abaixo se transcreve:

“Esses pressupostos refletem a preocupação de reduzir o porte e de tornar mais eficiente a atuação do órgão regulador, já que só poderia ter uma ação sensível, ágil e eficaz, caso duplicasse inúmeras funções desempenhadas por entidades privadas existentes no mercado de valores mobiliários. Adicionalmente, o maior zelo na observação das normas, decorrente da participação em sua elaboração e da consciência da importância de sua preservação, implica menor dispêndio de recursos nas tarefas de acompanhamento e fiscalização de seu cumprimento. Por outro lado, na delegação de poderes de normatização e fiscalização, o órgão regulador conserva competências residuais que lhe permitem evitar possíveis inconvenientes da auto-regulação, como a complacência em relação a assuntos de interesse público, a tendência à autoproteção dos regulados, a leniência na imposição de sanções e atitudes tolerantes, decorrentes do desejo de evitar publicidade adversa aos negócios<sup>17</sup>”.

Em suma, não obstante seja reconhecidamente um mercado auto-regulado, a intervenção estatal é necessária e salutar. Destarte, um dos fatores que mais contribui para a eficiência do mercado de valores mobiliários é, certamente, uma atuação forte e prestigiada do órgão regulador, pois isto tende a transmitir mais confiança aos investidores.

---

<sup>16</sup> Brasil. Comissão de Valores Mobiliários. Regulação do mercado de valores mobiliários: fundamentos e princípios. Rio de Janeiro, 1979.

<sup>17</sup> *Op. cit.*



Assim sendo, o legislador dotou a CVM dos meios materiais e institucionais necessários ao cumprimento de seu desiderato, sobretudo, o poder normativo já antes mencionado, através do qual a CVM regula e fiscaliza a atuação dos diversos agentes de mercado, além de poder de polícia, que permite àquela Autarquia a aplicação de sanções a quem descumpra as normas baixadas pelo órgão ou a quem pratica atos fraudulentos no mercado, desde que lhes seja assegurado o direito de ampla defesa<sup>18</sup>.

No que respeita a esse poder punitivo da CVM, a Lei nº 6.385 conferiu àquela autarquia, dentre várias atribuições<sup>19</sup>, o poder para apurar, mediante processo administrativo, a prática de condutas fraudulentas no mercado de valores mobiliários e de punir os infratores às normas daquela Lei, da Lei 6.404/76, das instruções e normas que a CVM incumba fiscalizar (cf. art. 1º, I e II c/c art. 8º, III c/c art. 9º, VI c/c art. 11<sup>20</sup>).

Essa mesma diretriz está presente no art. 4º do mesmo diploma legal, o qual incumbe a CVM de exercer suas atribuições, dentre outras finalidades, para “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, ainda, “assegurar a observância de práticas comerciais não eqüitativas no mercado de valores mobiliários”.

---

<sup>18</sup>Brasil. Cartilhas da CVM. Consulta ao sítio [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br) em maio/2005.

<sup>19</sup>Art. 8º Compete à Comissão de Valores Mobiliários:

I - regulamentar, com observância da política definida pelo Conselho Monetário Nacional, as matérias expressamente previstas nesta Lei e na lei de sociedades por ações;

II - administrar os registros instituídos por esta Lei;

III - fiscalizar permanentemente as atividades e os serviços do mercado de valores mobiliários, de que trata o Art. 1º, bem como a veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele participem, e aos valores nele negociados;

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

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

<sup>20</sup> Art 9º A Comissão de Valores Mobiliários, observado o disposto no § 2º do art. 15, poderá: VI - aplicar aos autores das infrações indicadas no inciso anterior as penalidades previstas no Art. 11, sem prejuízo da responsabilidade civil ou penal.

Nesse passo, cumpre aduzir que as práticas acima descritas, por se tratarem de conceitos abertos, foram definidas na Instrução nº 08, de 08 de outubro de 1979, que passou a considerá-las “*falta grave passível de aplicação das penalidades previstas no art. 11, incisos I a VI da Lei nº 6.385/76*”, sendo vedado aos administradores e acionistas de companhias abertas, aos intermediários e aos demais participantes do mercado de valores mobiliários que delas se utilizem.

É com apoio nessas premissas fundamentais e no arcabouço jurídico existente que a CVM persegue seus objetivos de assegurar uma maior eficiência do mercado de valores mobiliários, atraindo para ele a confiança dos investidores. Vale dizer: se, para realizar seu objeto, necessitar se valer de seu poder punitivo, não deve vacilar em fazê-lo, pois as sanções que aplicar, além do caráter pedagógico e educativo dos agentes infratores, terão, sobretudo, por objetivo manter a hígidez desse mercado.

## II. OS PRINCÍPIOS DE DIREITO PENAL E PROCESSO PENAL E SUA APLICAÇÃO AOS PROCESSOS ADMINISTRATIVOS SANCIONADORES

Muito se debate na doutrina e na jurisprudência sobre a possibilidade de se aplicar subsidiariamente, no processo administrativo sancionador, os princípios de direito penal e de processo penal.

A questão remonta às teorias que estudam a dicotomia entre sanções penais e administrativas, culminando com o entendimento atual, por alguns criticado, no sentido de que, em verdade, inexistiria distinção ontológica entre ambas, sendo uma, portanto, a pretensão punitiva do Estado<sup>21</sup>.

Não custa dizer que a mais importante e fundamental consequência da suposta unidade do *ius puniendi* estatal é a aplicação de princípios comuns ao direito penal e ao direito administrativo sancionador, reforçando-se, nesse passo, as garantias individuais<sup>22</sup>.

Nessa mesma ordem de idéias, posiciona-se Daniel Ferreira, citando Alejandro Nieto:

“Quanto à existência de um direito administrativo penal, cremos não haver utilidade suficiente para sua estipulação, na exata medida em que, não obstante o delito (crime ou contravenção) se reporte direta ou indiretamente à Administração Pública, ainda assim ser-lhe-á de igualmente aplicar-se a Parte Geral do Código Penal e o Código de

---

<sup>21</sup> Sobre o assunto, o valioso estudo de FERREIRA, Daniel (*in* “Sanções Administrativas”, p. 54-61), abordando a evolução das teorias, desde os primórdios do século passado, na Itália, perpassando pelas doutrinas alemã, argentina, uruguaia, espanhola e brasileira, até os dias atuais.

<sup>22</sup> OSÓRIO, Fábio Medina. Direito administrativo sancionador. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 2000, p. 102.

Processo Penal, por uma autoridade judicial, podendo a pena imposta fazer coisa julgada<sup>23</sup>.

Mas, por outro lado, o referido autor defende que a sanção administrativa, ainda que venha a ter a mesma natureza da sanção penal, está sujeita a um regime próprio de direito administrativo sancionador:

“Considerando, então, a sanção como o marco delimitador (objeto) do regime jurídico-administrativo sancionador, não mais será justificável confundi-lo, especialmente com o regime jurídico-penal, ou ainda com qualquer outro, mesmo que aliado ao exercício da função administrativa, quer em sentido amplo, quer em sentido estrito<sup>24</sup>”.

E aquele insigne jurista define regime jurídico-administrativo sancionador como sendo “*o conjunto sistematizado de princípios e normas informadores da imposição e aplicação, no exercício da função administrativa, das sanções de mesma natureza*<sup>25</sup>”.

Nesse sentido, não obstante se alardeie aos quatro ventos uma suposta unidade do *jus puniendi*, é razoável admitir-se a construção de uma teoria voltada para aplicação das sanções administrativas, que pudesse gozar de autonomia em relação ao direito penal, entendimento este reforçado por Fábio Medina Osório. Em estudo pormenorizado sobre a jurisprudência espanhola, o referido autor observa que, na maioria, senão na totalidade dos julgamentos, as altas Cortes daquele país que, anteriormente, já haviam se perfilhado a favor da tese de que o Estado possuiria um poder punitivo unitário, sustentam a aplicação de princípios penais ao direito administrativo sancionador, porém sempre com matizes. Daí ter aquele ilustre professor gaúcho concluído que a unidade de pretensão punitiva do Estado

---

<sup>23</sup> FERREIRA, Daniel. *Op. cit.* p. 61.

<sup>24</sup> *Op. cit.* p. 85.

<sup>25</sup> *Op. cit.* p. 85.

é uma frágil construção teórica, que se situa no campo retórico e não no mundo prático das concretas relações sociais submetidas ao crivo dos julgadores<sup>26</sup>.

Esta idéia de autonomia do direito administrativo sancionador frente ao direito penal ganhou força em alguns países europeus, sobretudo em Portugal, berço em que se desenvolveu o direito de mera ordenação social ou direito das contra-ordenações. Leciona Figueiredo Dias que *“os ilícitos contra-ordenacionais seriam a resposta sancionatória específica de um Estado que estaria vocacionado para dar atenção a certas áreas de intervenção de que, nomeadamente pela sua componente social, se não podia alhear, como a tutela do ambiente, aspectos diversos da economia nacional ou uma intervenção preventiva na área dos direitos dos consumidores<sup>27</sup>”*.

Já Frederico Lacerda foi mais enfático ao asseverar que:

“A afirmação do direito de mera ordenação social em diversos Estados da Europa, em especial no período subsequente à 2ª Guerra Mundial, constituiu um indício da superação de um modelo liberal do Estado ao dotá-lo de importante instrumento de intervenção jurídica em diversas áreas da vida social e econômica. Mas, se bem vejo o fenómeno em causa, a opção confirmou também, no plano político-criminal, uma importante premissa do pensamento penal de matriz liberal: a vocação subsidiária da tutela penal em relação a outros mecanismos de protecção jurídica e, portanto, o princípio da intervenção mínima do direito penal”.

De fato, o surgimento do direito de mera ordenação social resultou do progressivo intervencionismo do Estado contemporâneo que expandiu sua atuação, especialmente, nas áreas de saúde, economia, educação e meio-ambiente. Fato este que ensejou a necessidade de se criarem sanções específicas, distintas daquelas de direito penal, disciplinadas em

---

<sup>26</sup> *Op. cit.* p. 108-109.

<sup>27</sup> *Apud* PINTO, Frederico de Lacerda da Costa *in* “O ilícito de mera ordenação social e a erosão do princípio da subsidiariedade da intervenção penal” (Direito penal económico e europeu: textos doutrinários. Vol. 1. Coimbra: Coimbra Editora, 1998, p. 212).

regulamento próprio e adequadas a reprimir condutas antes indevidamente inseridas na seara criminal ou ainda carentes de regulamentação<sup>28</sup>.

No ordenamento jurídico lusitano, o direito contra-ordenacional, instituído pelo Decreto-Lei n° 232/79 e, hoje, disciplinado pelo Decreto Lei n° 433/82<sup>29</sup>, consagra essa autonomia e, de forma expressa, estabelece, em seu artigo 32, ser o direito penal subsidiariamente aplicável na “*fixação do regime substantivo das contra-ordenações*”, em tudo o que não lhe seja contrário<sup>30</sup>.

Em vigor, o dispositivo ensejou diversas manifestações, inclusive na própria Comissão de Mercado de Valores Mobiliários portuguesa (CMVM), de vez que o Código de Valores Mobiliários de 1991, em seu artigo 407, preceitua a aplicação subsidiária do regime geral dos ilícitos de mera ordenação social às contra-ordenações nele previstas e aos processos às mesmas respeitantes<sup>31</sup>.

Assim, especialmente no que tange à possibilidade de o Administrador recorrer aos princípios de Direito Penal e Processual Penal, cumpre observar o escólio de Nuno Casal, advogado do Departamento de Assuntos Jurídicos e Contencioso da CMVM que, ao analisar a questão, traz a premissa de que, se a Constituição portuguesa, dispondo sobre o direito contra-ordenacional (artigo 32, n° 10), impõe a observância dos direitos subjetivos de audiência e defesa, sem, contudo, referir ou se remeter a outros princípios estruturantes do processo penal, pretendeu o legislador constituinte um processo de contra-ordenações

---

<sup>28</sup> Na década passada, no Brasil, inúmeras foram as leis que, ao permitirem a intervenção estatal em setores específicos da economia, também criaram sanções administrativas. São exemplos: a Lei 8.078/90 (Código de defesa do consumidor), a Lei n° 8.884/94 (Lei Antitruste) e as leis que criaram as agências reguladoras.

<sup>29</sup> Alterado substancialmente pelo Decreto-Lei n° 244, de 14 de setembro de 1995.

<sup>30</sup> Art. 32. *Em tudo o que não for contrário à presente lei, aplicar-se-ão subsidiariamente, no que respeita à fixação do regime substantivo das contra-ordenações, as normas do Código Penal.*

<sup>31</sup> Art. 407. *Salvo quando de outro modo se estabeleça neste Código, aplica-se às contra-ordenações nele previstas e aos processos às mesmas respeitantes o regime geral de mera ordenação social.*

menos solene e garantístico, distinto do penal, de modo a prescrever, ao intérprete, a procura de soluções mais expeditas, conquanto respeitados aqueles direitos fundamentais<sup>32</sup>.

A Constituição brasileira, paralelamente, assegura aos litigantes, em processo administrativo, o contraditório e a ampla defesa, sem o fazer – da mesma forma que a Carta portuguesa - em relação aos demais princípios atinentes ao processo penal (art. 5º, LV), o que, consoante raciocínio análogo, importa afirmar que, no Brasil, também se optou por um processo administrativo mais célere e menos formal, estremado, portanto, do criminal<sup>33</sup>.

Nesta esteira, prossegue o autor português:

“Pode-se igualmente concluir que as soluções encontradas em sede de processo penal são sempre suficientemente garantísticas, porventura até demais. Assim, ao transpor soluções provenientes do direito penal (entendido aqui como englobado também o processo penal) para o direito contra-ordenacional temos a certeza, quando asseguramos o mesmo nível de garantias, que não se violam direitos fundamentais dos agentes. O perigo maior é o de estarmos a descaracterizar o próprio Direito Contra-Ordenacional<sup>34</sup>”.

Sobre a dicção do referido artigo 32, Maria Mascarenhas, outra advogada do Departamento de Assuntos jurídicos e Contencioso da CMVM, afirma que *“de facto, esta norma consagra limites expressos que proíbem a importação de figuras e regimes do sistema penal quando tal não for necessário ou quando isso implicar uma contradição normativa com as soluções consagradas no regime geral do direito de mera ordenação social.”*

---

<sup>32</sup> Estudo disponível no sítio [www.cmvm.pt](http://www.cmvm.pt).

<sup>33</sup> WERNESBACH, Marilisa Azevedo in “Princípios de direito penal e processual penal e sua aplicabilidade ao processo administrativo sancionador: o cotejo entre o entendimento jurídico pátrio e as soluções apontadas pelo direito da mera ordenação social” (trabalho ainda não publicado, gentilmente cedido pela autora)

<sup>34</sup> Estudo disponível no sítio [www.cmvm.pt](http://www.cmvm.pt).

Volvendo ao direito pátrio, vê-se que a Lei n° 9.784, de 29 de janeiro de 1999, que regula o processo administrativo federal, não contém dispositivo semelhante<sup>35</sup>. De todo o modo, concordamos com Marilisa Wernesbach, quando afirma que a regra do direito alienígena possa aqui servir como orientação. Perceba-se que a proibição de se aplicar, subsidiariamente, ao processo administrativo, princípios ou regras do Direito Penal ou Processual Penal com ele incompatíveis dispensa mandamento expresso, de vez que decorre, de forma inequívoca, de toda a estruturação que lhe foi constitucionalmente conferida<sup>36</sup>.

Prova de que a ordem jurídica brasileira está em consonância com tal entendimento é o Decreto n° 1.935, de 20 de junho de 1996, o qual dispõe sobre a organização e o funcionamento do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. Em seu artigo 32, aquele normativo estabelece:

Art. 32 Aplicam-se a este Regimento, subsidiariamente, no que se refere às disposições de caráter exclusivamente processual, as regras do Processo Penal. Não existindo estas, aplicar-se-ão as regras do Processo Civil. Não será permitida, todavia, a aplicação das regras de Processo Civil ou Processo Penal, em caráter subsidiário ou analógico, quando estas colidirem com preceitos administrativos, hipótese em que estes últimos prevalecerão<sup>37</sup>.

Assim sendo, parece-nos fora de dúvida que a mesma diretriz adotada pelo direito português, no que se refere à aplicação subsidiária dos princípios de direito penal e de processo penal ao processo administrativo sancionador, naquilo que com elas não for incompatível, é perfeitamente quadrável ao direito brasileiro.

---

<sup>35</sup> Não obstante, é notória a influência do direito português na formulação de nosso diploma geral de processo administrativo, eis que o mesmo se inspirou no Código do Procedimento Administrativo daquele país irmão (Decreto-Lei n° 6, de 31 de janeiro de 1996).

<sup>36</sup> WERNESBACH, Marilisa Azevedo. *Op. cit.*

<sup>37</sup> A íntegra do referido decreto encontra-se disponível no sítio [www.planalto.gov.br](http://www.planalto.gov.br) (consulta realizada em maio/2005).



No que pertine ao assunto, Daniel Ferreira, citando Carlos Ari Sundfeld, afirma que sequer se pode cogitar da importação de quaisquer dos princípios do direito penal (ou do direito processual penal) para o direito administrativo, o que não significaria afirmar inexistirem semelhanças entre as sanções penais e as sanções administrativas, sobretudo no tocante aos princípios de proteção ao sujeito sancionado. Para o autor, inegável é a existência de um regime jurídico sancionador mínimo, afeto à própria Teoria Geral do Direito e à noção de função pública, através do qual, independentemente da natureza da sanção (penal ou administrativa), alguns princípios são de cogente aplicação<sup>38</sup>.

No mesmo sentido, sobre a existência de um núcleo comum mínimo, Fabio Medina Osório afirma:

“É possível, sem dúvida, falar-se em um direito constitucional limitador do *jus puniendi* do Estado. Nesse sentido, o direito constitucional limita, a um só tempo, qualquer exercício de pretensão punitiva, inclusive as sanções privadas, alcançando, portanto, a pretensão punitiva dos particulares<sup>39</sup>”.

Em seqüência, o ilustre mestre ressalva que o poder sancionatório deve obediência às finalidades ordinárias de quaisquer penas, de modo que há de ser público e proporcional. Prosseguindo, aduz assertiva que deve orientar todo e qualquer pronunciamento versando a questão, ao afirmar que o *jus puniendi* se submete a princípios constitucionais que norteiam o exercício da pretensão punitiva estatal, ainda que, no plano concreto, esses princípios apresentem diferenças entre si<sup>40</sup>.

Temos que concordar com este autor, na medida em que, não obstante enxerguemos possível e necessária a construção de uma teoria própria aplicável aos processos administrativos sancionadores, tem-se que tal teoria não poderá jamais se descurar dos

---

<sup>38</sup> *Op. cit.* p. 86.

<sup>39</sup> *Op. cit.* p. 114.

<sup>40</sup> *Op. cit.* p. 115.

princípios erigidos na Constituição e das garantias individuais por ela asseguradas, mas apontando sempre para a aplicação subsidiária dos princípios gerais de direito penal e processo penal, desde que com ela compatíveis.

Dentro deste contexto, é que nos propomos a analisar algumas questões que fazem parte do cotidiano da CVM, no que se refere à responsabilidade administrativa dos agentes do mercado de valores mobiliários, quando submetidos ao poder de polícia daquela Autarquia.

### **III. RESPONSABILIDADE ADMINISTRATIVA NO ÂMBITO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS**

Como foi acima ventilado, decorre do poder de polícia atribuído legalmente à CVM a competência para a imposição de sanções por práticas não equitativas e atos ilegais no mercado de valores mobiliários. Estas sanções, como já se disse, são as previstas no art. 11 da Lei nº 6.385/76.

No que se refere especificamente a tais sanções, há que, inicialmente, situá-las em um dos dois regimes a que podem estar sujeitos os administrados em face da Administração pública: o de sujeição geral ou de sujeição especial.

O primeiro – regime de sujeição geral – é aquele no qual se encontra todo e qualquer um que não tenha um particular vínculo com a Administração pública, enquanto que o outro – o de sujeição especial – é o que coloca o cidadão ou a pessoa jurídica em posição peculiar frente ao Estado, em função de uma específica ligação<sup>41</sup>.

Apoiada nessa idéia, a doutrina classifica as sanções administrativas, segundo a relação de sujeição, em especiais e gerais. São exemplos de sanções especiais as decorrentes de relação estabelecida entre a Administração pública e licitantes e/ou contratados, poder concedente e concessionários e permissionários de serviço público, a Administração pública e seus servidores, a Administração penitenciária e os presos,

---

<sup>41</sup> Renato Alessi foi quem detidamente se debruçou sobre o tema, separando a supremacia geral da Administração pública sobre o particular - fenômeno decorrente da titularidade do poder soberano que é inerente ao Estado -, da especial, fruto de uma específica submissão dos indivíduos à Administração. Nesse sentido, segundo aquele jurista italiano, haveria sempre duas relações: a principal, travada no âmbito da sujeição geral, com qualquer administrado, indistintamente; e a segunda, acessória, derivada de especial liame, firmado entre um particular e a Administração pública, na qual sempre existiria um contato pessoal direto, com certo caráter de permanência e continuidade (*Apud FERREIRA, Daniel. Op. cit. p. 35-36*).

agentes estatais incumbidos da regulação econômico-financeira e seus regulados<sup>42</sup>, etc. São gerais, pois, as sanções passíveis de imposição a qualquer um, desde que destinatários da norma de conduta, tais como as decorrentes de infração às regras de trânsito, às posturas municipais, etc.

Tal separação ganha relevo, na medida em que vislumbramos a possibilidade de se atenuar o rigor de cânones do direito penal no regime de sujeição especial, o que acaba tendo reflexo direto sobre a imposição de sanções administrativas. É o que ocorre quando se aplica os princípios da legalidade e da tipicidade às relações sujeitas ao regime especial.

Com efeito, é factível afirmar que a complexidade da vida em sociedade poderá tornar dispensável a exigência de lei em algumas situações onde a Administração pública mantenha com o indivíduo liame específico, sob o risco de comprometimento do interesse público.

Daniel Ferreira, apoiando-se nos ensinamentos de Konrad Hesse, sustenta que, para os regimes de sujeição especial há de se reconhecer um regime mais flexível: previsão em lei das possíveis sanções e autorização genérica para estatuição das infrações<sup>43</sup>.

---

<sup>42</sup> Há quem não enxergue - como Heraldo Garcia Vitta (*in* “A sanção no direito administrativo” - São Paulo, Malheiros, 2003, p. 82-83) - que o sistema bancário esteja sujeito a um regime de sujeição especial, já que os bancos não prestam serviço público e estariam livres para atuar (art. 170 da CF), além de entender que a mera autorização estatal para seu funcionamento não seria fator determinante para a aplicação desse regime. Não comungamos da mesma opinião. Isto porque, embora não neguemos que o comércio bancário é uma atividade exercida livremente, nos termos da lei, ela está sujeita a diversos riscos. Investimentos nem sempre rentáveis, grandes oscilações do câmbio e dos juros, risco de crédito, etc. Isso tudo, associado à crescente globalização da economia e à interligação e interdependência dos mercados fazem com que essa atividade tenha que se submeter à supervisão estatal. Além do que o próprio dinamismo do sistema bancário e a possibilidade de um choque adverso em determinada instituição “contagiar” as demais, gerando uma crise sistêmica, que afetará em cheio o interesse do público em geral, são motivos mais do que suficientes para se colocar o sistema bancário sob as vestes de um regime especial de sujeição que permita ao Estado uma atuação rápida e ágil. Logicamente que tal atuação, embora calçada em regulamento, deverá sempre estar balizada pela própria lei formal, como é o caso da Lei nº 4.595/64.

<sup>43</sup> *Op. cit.* p. 91.

Edilson Pereira Nobre Júnior elenca como uma das hipóteses de desnecessidade de lei formal o caso das universidades, pois, segundo aquele administrativista, a autonomia conferida a elas pelo art. 207 da Constituição da República, permite que cada uma daquelas entidades, desde que respeitadas as leis e a própria Constituição, disponha sobre sua organização, facultando-se-lhes, assim, disciplinar os direitos e obrigações dos seus docentes e discentes, no que se insere o estatuir as situações disciplinares em que lhe caiba infligir sanções, o que é corroborado por iterativa jurisprudência<sup>44</sup>.

No que se refere ao princípio da tipicidade, chame-se à atenção para o que diz Heraldo Garcia Vitta, ao se referir ao regime especial de sujeição do administrado em face da Administração pública. Aquele autor, embora reconheça a mitigação daquele princípio, na medida da intensidade do liame que une o particular ao Estado, entende que haveria alguns limites a serem observados, em busca da adequação do interesse público com a liberdade dos indivíduos, dentre os quais, destaca os que se referem à utilização de conceitos jurídicos indeterminados ou cláusulas gerais, que somente estará autorizada se houver a impossibilidade de o legislador prever todos os comportamentos que possam ser sancionados e se a lei formal puder contê-los, determinando-lhes, taxativamente, as sanções correlatas e reduzindo o alcance das palavras plurissignificativas<sup>45</sup>.

Como as linhas acima deixam transparecer, é possível dizer que, no que concerne especificamente ao poder punitivo da CVM, caso objeto de nosso estudo, os agentes por ela regulados estão sujeitos a um regime especial, senão vejamos.

A CVM é uma autarquia especial, criada por lei, a quem foi atribuída a competência de regular e fiscalizar um mercado de natureza complexa, pois, além de congregar agentes de variados naipes<sup>46</sup>, nele se realiza uma diversidade de operações tal que se torna

---

<sup>44</sup> NOBRE JÚNIOR, Edilson Pereira. Sanções administrativas e princípios de direito penal *in* RDA 219/142.

<sup>45</sup> *Op. cit.* p. 93-94.

<sup>46</sup> v.g. artigo 15 da Lei nº 6.385/76.

impossível a Lei prevê-las, em sua plenitude. Prova disso, é a opção do Legislador em fazer a Lei nº 6.385/76, com baixa densidade normativa, utilizando-se de conceitos legais abertos, “delegando” à entidade reguladora a função de explicitar esses conceitos, por meio de regulamentos, tal como ocorreu com a Instrução CVM nº 8/79, já citada.

As características peculiares das relações firmadas entre a CVM e seus administrados e a construção legal sobre a qual elas se apóiam são o que permite oferecer esta estrutura de atuação menos rígida. Nada obstante essa singularidade, os atos expedidos pela CVM deverão sempre buscar seu fundamento de validade nas normas de hierarquia superior, sobretudo nos princípios e regras da Constituição da República e das leis, em especial, a Lei nº 6.385/76. Isto possibilitará verificar se sua atuação está em consonância com os objetivos traçados pelo legislador constituinte e ordinário ou se constitui em ato que careça de legitimidade.

Pavimentado que foi o caminho para aplicação de sanções pela CVM, à luz dos princípios da tipicidade e da legalidade, cumpre-nos adiante analisar a responsabilidade administrativa tanto da pessoa natural como da pessoa jurídica por práticas não equitativas e atos ilegais no mercado de valores mobiliários.

### **III.1. OS SUJEITOS ATIVOS DA INFRAÇÃO ADMINISTRATIVA**

O direito administrativo sancionador possui, como já se disse, regime jurídico próprio do regime dispensado ao direito penal, sendo certo que uma das grandes peculiaridades do regime sancionador administrativo é exatamente a histórica possibilidade de se responsabilizarem pessoas jurídicas nesse terreno<sup>47</sup>.

---

<sup>47</sup> MODERNE, Franck, *apud* OSÓRIO, Fábio Medina, *op. cit.* p. 342.

Com efeito, no direito administrativo sancionador, não obstante a infração, assim como no direito penal, seja praticada pela pessoa natural – eis que a pessoa jurídica é mera ficção, não exprimindo por si só a sua vontade – é possível encontrar situações em que seja possível a responsabilização desta última.

Nesse sentido, é pacífico o entendimento da doutrina, no sentido de que a pessoa jurídica é passível de responsabilização nessa esfera, devendo a culpabilidade adaptar-se a essa realidade<sup>48</sup>, sendo inúmeros os argumentos que vigoram a tese.

O primeiro e, sem dúvida, mais importante é que a responsabilidade da pessoa jurídica, ao menos no que respeita aos atos praticados contra a ordem econômica e financeira e a economia popular, tem previsão constitucional, a teor do que dispõe o § 5º do art. 173 da CF/88<sup>49</sup>.

Há que também salientar a lição trazida por Kelsen, citada por Heraldo Garcia Vitta<sup>50</sup>. De acordo com o autor austríaco, a distinção entre dever jurídico e responsabilidade jurídica é necessária, quando a sanção não é dirigida contra o delinqüente imediato, mas contra pessoas juridicamente ligadas a ele, sendo essa relação determinada pela ordem jurídica. Cita o autor o caso de uma corporação que tenha cometido um delito (deixar de cumprir o contrato e de reparar o dano ocasionado por isso) por meio de seus órgãos. A ação judicial instaurada pela outra parte do contrato terá, como consequência, a execução de uma sanção de natureza civil, contra o patrimônio da corporação, que é patrimônio comum de seus membros.

---

<sup>48</sup> ENTERRÍA et FERNÁNDEZ, p. 178; OLIVEIRA, Régis Fernandes de, pp. 58-61; ZANOBINI, Guido, p. 143; FEDERICO, Lorenzo del, p. 303; OSÓRIO, Fábio Medina, *op. cit.*, p. 342.

<sup>49</sup> Art. 173, § 5º: “A lei, sem prejuízo da responsabilidade individual dos dirigentes da pessoa jurídica, estabelecerá a responsabilidade desta, sujeitando-se as punições compatíveis com a sua natureza, nos atos praticados contra o ordem econômica e financeira e contra a economia popular”.

<sup>50</sup> *Op. cit.* p. 49.

Sobre a distinção entre dever e responsabilidade, eis a lição de Hugo de Brito Machado:

“O dever jurídico decorre da incidência de uma norma, legal ou contratual, e está situado no momento da liberdade humana. Por isto se diz que o homem é livre para cumprir, ou para descumprir os seus deveres jurídicos. Já a responsabilidade surge em um segundo momento, e a seu respeito, portanto, somente se questiona em face do não-cumprimento do dever, isto é, em face da não prestação jurídica. Por isto se diz que a responsabilidade é um pressuposto para a efetividade da sanção que resulta da não prestação<sup>51</sup>”.

Outro argumento facilmente encontrado é que o ordenamento admite a responsabilidade civil do empregador em virtude da conduta (culposa ou dolosa) do empregado.

Daniel Ferreira afirma que o que torna uma pessoa física ou jurídica capaz de cometer uma infração e sofrer conseqüente sanção é sua condição de destinatária da norma jurídica *sub examine*, ou seja, aquela que os autoriza (ou determina) a figurar perante a Administração Pública num regime de sujeição geral ou especial<sup>52</sup>.

No caso da CVM, a Lei nº 6.385/76 estabelece, em seu art. 11, que aquela autarquia poderá impor sanções aos “infratores”, sem especificar se estes seriam somente as pessoas jurídicas ou as pessoas naturais. Apesar disso, não nos parece haver dúvida de que a referida regra é dirigida a ambas, sendo inúmeras as situações em que se verifica não só a possibilidade, mas a imperatividade de se aplicarem sanções a pessoas jurídicas.

Veja-se, por exemplo, o caso do acionista controlador de companhia aberta. O art. 116 da Lei nº 6.404/76 inclui na definição de acionista controlador tanto a pessoa natural

---

<sup>51</sup> MACHADO, Hugo de Brito *et alli*. *Op. cit.* p. 112.

<sup>52</sup> *Op. cit.* p. 191.



como a jurídica, estabelecendo, para ele, inúmeros deveres. O descumprimento desses deveres implica a responsabilidade do controlador, nos termos dispostos no art. 117 daquele diploma legal, e, em se tratando de responsabilidade administrativa, poderá resultar na aplicação de uma das sanções previstas na Lei nº 6.385/76.

Perceba-se que nem a responsabilidade das pessoas jurídicas de direito público está afastada<sup>53</sup>. Nesse sentido, o art. 238 da Lei das sociedades por ações preconiza que, conquanto as pessoas jurídicas de direito público controladoras de sociedades de economia mista possam orientar as atividades da companhia de modo a atender ao interesse público que justificou sua criação, elas têm os mesmos deveres e as responsabilidades do acionista controlador, estatuídos nos 116 e 117 retrocitados, de tal sorte que, se não vier a cumprir seu mister, estará sujeita a sanção a ser aplicada pela CVM.

Outras situações podem existir, reafirmando que as pessoas jurídicas estão submetidas ao poder punitivo da CVM, como aquelas em que restar configurada a ocorrência de condições artificiais de demanda, de oferta ou de preço de valores mobiliários negociados no mercado. Isto fica claro na Instrução CVM nº 08/79, a qual prevê que tal prática é vedada aos administradores e acionistas de companhias abertas, aos intermediários e aos demais participantes do mercado de valores mobiliários, sem que se tenha feita a distinção entre a pessoa natural ou a jurídica<sup>54</sup>.

Evidentemente que somente serão aplicáveis às pessoas jurídicas as sanções que, com elas, guarde compatibilidade. Assim, não é possível aplicar à pessoa jurídica infratora a sanção de suspensão ou inabilitação temporária para o exercício do cargo de administrador, eis que este é privativo de pessoa natural. No entanto, é factível cassar o

---

<sup>53</sup> Nesse sentido, OLIVEIRA, Régis Fernandes. *Op. cit.* pp. 60-61.

<sup>54</sup> Não custa lembrar que, segundo o art. 18, II, *b*, da Lei nº 6.385/76, “*Compete à Comissão de Valores Mobiliários: II - definir: b) a configuração de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores*

registro da pessoa jurídica como companhia aberta (vide incisos III, IV e V do art. 11 da Lei nº 6.385/76).

### **III.2. A CULPABILIDADE COMO PRESSUPOSTO PARA APLICAÇÃO DE SANÇÃO: DOLO OU SIMPLES CULPA**

Outro aspecto a ser considerado é o que diz respeito ao princípio da culpabilidade e sua aplicação ao direito administrativo sancionador. Nesse diapasão, é de se indagar se a responsabilidade na seara administrativa pressupõe a existência do elemento subjetivo (dolo ou culpa) para a caracterização da infração e consequente aplicação da sanção. É o que se verá adiante.

A noção de culpabilidade traz a idéia de atribuir algo censurável a alguém. Confunde-se não raro, com a culpa em sentido mais amplo. Ela encerra, pelo menos, três acepções distintas, porém ligadas entre si: culpabilidade como fundamento da pena, culpabilidade como medição de pena e culpabilidade como conceito contrário à responsabilidade objetiva<sup>55</sup>.

Com relação a última das suas feições – princípio contrário à responsabilidade objetiva – aqueles que defendem a não aplicação desse princípio ao direito administrativo sancionador, consideram possível a responsabilização objetiva nesse âmbito, sem que seja necessário perquirir-se sobre a existência de dolo ou culpa.

---

*mobiliários, ou de manipulação de preço; operações fraudulentas e práticas não eqüitativas na distribuição de valores;* “

<sup>55</sup> BITTENCOURT, Cezar Roberto. Manual de direito penal, parte geral. 4. ed. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1997, pp. 40-41, 293-294.

Régis Fernandes de Oliveira defende que, dependendo da norma legal, é possível a mera voluntariedade, ou seja, a posse de consciência e de liberdade, para a caracterização de algumas infrações, sem que se exija dolo ou culpa<sup>56</sup>.

Daniel Ferreira, por sua vez, parte da premissa de que a finalidade da sanção é a de desestimular as condutas administrativamente reprováveis, e não a de “castigar”, “punir” o infrator. Assim, por exemplo, o pai diligente poderá ser sancionado se o filho conseguir subtrair de seu bolso as chaves do carro. Apesar disso, defende que, a critério do legislador, pode-se exigir o elemento subjetivo (dolo ou culpa) para a caracterização da infração<sup>57</sup>.

Fábio Medina Osório, apesar de sustentar que a culpabilidade é uma exigência genérica, de caráter constitucional, considera que ela limita o Estado na imposição de sanções apenas às pessoas naturais. No que concerne às pessoas jurídicas, considera o autor que haveria uma exigência mínima de culpabilidade, devendo as decisões daquelas entidades serem valoradas, segundo critérios objetivos próprios da análise das condutas culposas. De qualquer forma, não afasta, por completo, a possibilidade de responsabilização objetiva que se daria em caráter excepcional<sup>58</sup>. O pecado do ilustre jurista gaúcho reside unicamente em não exemplificar quais situações de exceção seriam essas.

Vê-se, entretanto, que, dentre os autores pesquisados, estes foram os únicos que vislumbram a possibilidade de responsabilidade objetiva no direito administrativo sancionador. Todos os demais, que constituem a imensa maioria, consideram indispensável perquirir-se sobre a existência do dolo ou, no mínimo, culpa, para a caracterização da infração administrativa passível de punição.

---

<sup>56</sup> OLIVEIRA, Régis Fernandes de. *Infrações e sanções administrativas*. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 1985.

<sup>57</sup> *Op. cit.* p. 65.

<sup>58</sup> *Op. cit.* p. 346.

Segundo Alejandro Nieto, o primeiro corolário da exigência da culpabilidade, no direito administrativo sancionador, é a exclusão de responsabilidade objetiva. Argumenta o autor hispânico que, de fato, é exigível uma conduta pessoal do autor e não há ação sem dolo ou culpa<sup>59</sup>.

Eduardo Rocha Dias defende que não basta a voluntariedade, para se justificar a sanção<sup>60</sup>, com o que concorda a professora uruguaia Susana Lorenzo, que coloca em evidência a necessidade de culpa ou dolo<sup>61</sup>.

Heraldo Garcia Vitta diz que “o ilícito administrativo pressupõe a voluntariedade e, mais do que isso, o dolo ou a culpa, sem os quais ele não se configura, não existe no mundo jurídico-positivo”<sup>62</sup>.

No direito espanhol, García de Enterría e Tomás-Ramón Fernández ensinam ter sido abandonada a responsabilidade objetiva, por causa da regra da aplicação geral do direito penal ao direito administrativo sancionador<sup>63</sup>.

Como se vê, uma parcela considerável da doutrina só admite a configuração de infração administrativa se a pessoa for “culpável”, pois, do contrário, sequer ilícito existiria. Parece-nos que razão assiste a esse representativo grupo de juristas.

Com efeito, o princípio da culpabilidade está fundado na dignidade da pessoa humana (art. 1º, III, CF/88), de que são consectários os princípios da pessoalidade e da

---

<sup>59</sup> NIETO, Alejandro. Derecho administrativo sancionador. 2. ed. ampliada, Madrid: Tecnos, 1994.

<sup>60</sup> DIAS, Eduardo Rocha. Sanções administrativas aplicáveis a licitantes e contratados. São Paulo: Dialética, 1997, p. 43.

<sup>61</sup> *Apud* VITTA, Heraldo Garcia. *Op. cit.* p. 39.

<sup>62</sup> *Op. cit.* p. 36.

individualização da pena (art. 5º, XLV e XLVI, CF/88), mais o devido processo legal (art. 5º, LIII, CF/88), além de outros direitos e liberdades fundamentais, na forma do que dispõe o art. 5º, § 2º da CF/88.

Por essa razão, a culpabilidade é um princípio amplamente limitador do poder punitivo estatal. Assim, para que alguém possa ser penalmente sancionado, é preciso que o agente se revele “culpável”. Trata-se de uma garantia constitucional genérica contra o arbítrio e a ampla proteção dos direitos fundamentais. É por essa razão que entendemos que, também no âmbito do direito administrativo sancionador, não há espaço para a responsabilização objetiva, uma vez que o Administrador público também está adstrito a esses preceitos constitucionais.

No que concerne à pessoa jurídica especificamente, também não vislumbramos o afastamento da culpabilidade para a caracterização do ilícito. Isto porque se a pessoa jurídica não exprime por si só a sua vontade, fazendo-o por intermédio de seu representante, tem-se que somente se provado que este agiu com dolo ou culpa, as sanções que são conseqüências da ilicitude realizada pelas pessoas naturais recairão sobre os próprios entes coletivos.

Assim, por todos os ângulos, parece-nos completamente fora de cogitação que se possa responsabilizar tanto a pessoa natural como a pessoa jurídica, se não ficar comprovado que tenha agido com dolo ou culpa.

Extraída esta primeira conclusão, cuida-se agora de verificar se, no que concerne à responsabilidade administrativa no mercado de valores mobiliários, é necessária a

---

<sup>63</sup> ENTERRÍA, Eduardo García de, e FERNÁNDEZ, Tomás-Ramón. Curso de derecho administrativo, v. II, p. 173.

existência de dolo ou bastaria a simples culpa para a caracterização da infração administrativa.

É certo que a existência de infrações dolosas desempenha importante função garantista na limitação do poder punitivo estatal. No entanto, estamos com Fábio Medina Osório, que não vê óbice constitucional ao reconhecimento da infração administrativa, em regra, culposas e dolosas<sup>64</sup>. É que, no direito administrativo sancionador, não prevalece o princípio da excepcionalidade do delito culposo. Ou seja, no direito penal, para que o crime admita a forma culposa, é necessário que a lei assim preveja, não havendo o que impedisse, a princípio, o Administrador público de impor sanções por infrações culposas.

No direito português, o Regime Geral das Contra-Ordenações (DL 433, de 27.10.1982) determina, *in verbis*: “Art. 1 Constitui contra-ordenação todo o fato ilícito e censurável que preencha um tipo legal no qual se comine uma coima”; e o art. 8, 1, estabelece: “Só é punível o fato praticado com dolo, ou, nos casos especialmente previstos na lei, com negligência”.

No direito administrativo sancionador brasileiro, entretanto, não há norma geral semelhante. De todo modo, entendemos que essa lacuna não é fator impeditivo para que se deixem de aplicar sanções nos casos em que fique comprovada simples culpa.

Não se está dizendo aqui que não se possa descrever um tipo sancionador em que se exija a subjetividade dolosa ou culposa. No entanto, o silêncio legislativo há de ser interpretado em seu devido contexto, podendo haver, inclusive, uma admissão implícita de uma modalidade culposa de direito. Assim, é possível entender as noções de “dolo” e

---

<sup>64</sup> *Op. cit.* p. 326.

“culpa” como um critério de dosimetria da sanção, medindo a responsabilidade do infrator<sup>65</sup>.

Nesse particular, são valiosos os ensinamentos de Daniel Ferreira, quando propõe uma nova classificação das sanções, segundo a reprovação legislativa, em objetivas e subjetivas. As sanções objetivas são as que impõem, objetivamente, sempre e a todos, uma fixa consequência jurídica, sempre desfavorável, pela simples violação de norma de conduta. As subjetivas, diferentemente, são impostas pelo ilícito praticado, mas cuja graduação, quando juridicamente admitida, ocorre somente *in concreto*, caso a caso (dentro dos limites previstos na lei), tendo em vista a valoração da pessoa do infrator, das condições em que ocorreu a infração e, muitas vezes, dos danos dela decorrentes<sup>66</sup>. Enxergamos nas sanções ditas subjetivas a possibilidade de graduá-las, de acordo com o grau de culpabilidade do agente.

Em se tratando de responsabilidade administrativa no mercado de valores mobiliários, a dosimetria da sanção, segundo o grau de culpabilidade, alcança grande aplicação, mormente se pensarmos que o art. 11 da Lei nº 6385/76 prevê a aplicação de sanção pecuniária (multa) aos infratores que não poderão ultrapassar os valores estabelecidos no § 1º do mesmo dispositivo<sup>67</sup>. Ora, dentre os diversos critérios que podem ser utilizados para a fixação desse valor, um deles, sem dúvida, refere-se ao grau de culpabilidade do agente, de modo que, se ficar comprovado que agiu com dolo ou culpa, poderá a multa ser valorada num patamar maior ou menor, respectivamente.

---

<sup>65</sup> Fábio Medina Osório afirma inclusive que isto tem sido uma tendência seguida nas modernas legislações européias (*Op. cit.* p.322).

<sup>66</sup>*Op. cit.* p. 47.

<sup>67</sup>Art. 11, par. 1 “A multa não excederá o maior destes valores: I. R\$ 500.000,00 (quinhentos mil reais); II. cinquenta por cento do valor da emissão ou operação irregular; ou três vezes o montante da vantagem econômica obtida ou da perda evitada em decorrência do ilícito”.

## SÍNTESE CONCLUSIVA

Em face do que tudo aqui foi exposto, podemos concluir que:

- a) as recentes mudanças ocorridas no direito administrativo apontam para o nascimento de um novo regime jurídico-administrativo aplicável às relações de sujeição firmadas entre o Estado e seus administrados.
- b) no âmbito da área de regulação do mercado de valores mobiliários, essa tese encontra eco, em função das inovações produzidas nas Leis n. 6.404/76 e 6.385/76, e também porque o direito administrativo sancionador sempre desempenhou importante papel na regulação do mercado de valores mobiliários, justificando, portanto, o aprofundamento de seu estudo;
- c) o mercado de valores mobiliários, segmento do mercado de capitais em que as poupanças populares são captadas e canalizadas para o financiamento da atividade empresarial, constitui-se, por essa razão, em instrumento de desenvolvimento econômico nacional; nele são negociados predominantemente ações, debêntures e quotas de fundo de investimento em renda variável, compreendendo ainda um universo amplo de títulos, enumerados no art. 2º da Lei nº 6.385/76;
- d) a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) é a entidade competente para regular e fiscalizar esse mercado, tendo o legislador lhe atribuído autonomia e agilidade para lidar com a complexa e dinâmica realidade social subjacente, por meio do fenômeno conhecido como “deslegalização” ou “delegificação” (retira-se certas matérias do domínio da lei, abrindo-se caminho para que outras fontes



normativas tratem das mesmas); essa autonomia da CVM está descrita em um documento denominado “Regulação do mercado de valores mobiliários: fundamentos e princípios” que expõem os fundamentos básicos da política de regulação daquela autarquia;

- e) a atividade regulatória da CVM não é isolada, mas conjugada com o que se chama de auto-regulação do mercado, o que reflete a preocupação de reduzir o porte e de tornar mais eficiente a atuação do órgão regulador; não obstante, a intervenção estatal é necessária e salutar, na medida em que a atuação forte e prestigiada do órgão regulador tende a transmitir mais confiança aos investidores; nesse sentido, o legislador dotou a CVM de meios materiais e institucionais para o cumprimento de seu mister, dentre eles, o poder para apurar, mediante processo administrativo, a prática de condutas fraudulentas no mercado de valores mobiliários e de punir os infratores;
- f) na realização desse mister (poder punitivo), a CVM depara com a seguinte questão: é possível aplicar subsidiariamente, no processo administrativo sancionador, os princípios de direito penal e de processo penal?
- g) em nossa opinião, apoiando-se nos ensinamentos de doutrinadores locais e alienígenas, é razoável admitir-se a construção, no direito pátrio, de uma teoria voltada exclusivamente para as sanções administrativas, sustentando a aplicação de princípios de direito penal e de processo penal ao direito administrativo sancionador, naquilo que com ele forem compatíveis; deve-se, entretanto, advertir que tal teoria não poderá jamais se descurar dos princípios erigidos na Constituição e das garantias individuais por ela asseguradas;

- h) no que se refere especificamente às sanções administrativas aplicáveis pela CVM, as mesmas estão contextualizadas em um regime de sujeição especial, ou seja, que coloca seus administrados em posição peculiar frente àquela autarquia, em função da complexidade das relações por ela reguladas, que torna praticamente impossível a lei prevê-las, em sua plenitude; nesse particular, atenuam-se os rigores do direito penal, com a mitigação de princípios, tais como o da legalidade e o da tipicidade; não obstante, os atos expedidos pela CVM devem buscar seu fundamento de validade nos princípios e preceitos constitucionais e na própria lei;
- i) no que concerne aos sujeitos ativos da infração administrativa, tanto a pessoa natural como a jurídica podem ser responsabilizadas administrativamente, devendo, neste último caso, a culpabilidade adaptar-se a essa realidade; caberá, portanto, à norma jurídica autorizar (ou determinar) que um e outro figurem perante a Administração Pública num regime de sujeição geral ou especial;
- j) no caso da CVM, a Lei nº 6.385/76 estabelece, em seu art. 11, que a CVM poderá impor sanções aos “infratores”, sem especificar se estes seriam somente as pessoas jurídicas ou as pessoas naturais; apesar disso, não há dúvida de que a referida regra é dirigida a ambas, podendo ser citadas inúmeras as situações em que se verifica não só a possibilidade, mas a imperatividade de se aplicarem sanções a pessoas jurídicas; nesse tocante, também não escaparia de responsabilização as pessoas jurídicas de direito público; evidentemente que somente serão aplicáveis às pessoas jurídicas as sanções que, com elas, guarde compatibilidade;
- k) outro aspecto a ser considerado é o que diz respeito ao princípio da culpabilidade e sua aplicação ao direito administrativo sancionador; nesse

diapásão, é de se concluir que, assim como no direito penal, a responsabilidade na seara administrativa pressupõe a existência do elemento subjetivo (dolo ou culpa) para a caracterização da infração e conseqüente aplicação da sanção, pois o princípio da culpabilidade está fundado na dignidade da pessoa humana (art. 1º, III, CF/88), de que são consectários os princípios da pessoalidade e da individualização da pena (art. 5º, XLV e XLVI, CF/88), mais o devido processo legal (art. 5º, LIII, CF/88), além de outros direitos e liberdades fundamentais, na forma do que dispõe o art. 5º, § 2º da CF/88, deles não podendo se desgarrar;

- l) no que concerne à pessoa jurídica, também não vislumbramos o afastamento da culpabilidade para a caracterização do ilícito, eis que, se a pessoa jurídica não exprime por si só a sua vontade, fazendo-o por intermédio de seu representante, tem-se que somente se provado que este agiu com dolo ou culpa, as sanções que são consequências da ilicitude realizada pelas pessoas naturais recairão sobre os próprios entes coletivos;
  
- m) no que toca especificamente à responsabilidade administrativa no mercado de valores mobiliários, surge outra indagação: se é necessária a existência de dolo ou bastaria a simples culpa para a caracterização da infração administrativa; nosso entendimento é de que, não obstante, no direito penal, o princípio da excepcionalidade da infração culposa desempenhe importante função garantista na limitação do poder punitivo estatal, não vemos óbice constitucional ao reconhecimento da infração administrativa, em regra, culposas e dolosas, não sendo impeditivo o fato de, no direito brasileiro, não haver norma geral com essa previsão, como ocorre no direito de mera ordenação social português;
  
- n) assim, é possível entender as noções de “dolo” e “culpa” como um critério de dosimetria da sanção, medindo a responsabilidade do infrator;

- o) Em se tratando de responsabilidade administrativa no mercado de valores mobiliários, a dosimetria da sanção, segundo o grau de culpabilidade, alcança grande aplicação, mormente se pensarmos que o art. 11 da Lei nº 6385/76 prevê a aplicação de sanção pecuniária (multa) aos infratores que não poderão ultrapassar os valores estabelecidos no § 1º do mesmo dispositivo.

## **BIBLIOGRAFIA**

AGUILAR, Fernando Herren. Controle social de serviços públicos. Ed. Max Limonad, 1999.

BITTENCOURT, Cezar Roberto. Manual de direito penal, parte geral. 4. ed. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 1997.

BORBA, José Edwaldo Tavares. Direito societário. 8ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2003.

CARVALHO, Fernando J. Cardim *et alli*. Economia monetária e financeira.

CAVALCANTE, Francisco, e MISUMI, Jorge Yoshio. Mercado de capitais. Rio de Janeiro: Campus, 2001.

DIAS, Eduardo Rocha. Sanções administrativas aplicáveis a licitantes e contratantes. São Paulo: Dialética, 1997.

ENTERRÍA, Eduardo García de, e FERNANDEZ, Tomás-Ramón, Curso de derecho administrativo, II, 4. ed. reimpressão de 95, Civitas, 1993.

FEDERICO, Lorenzo Del. Le Sanzione amministrative del diritto tributario. Milano: Giuffrè, 1993.

FERREIRA, Daniel. Sanções administrativas. São Paulo: Malheiros, 2001.

LEX, Aline Carli. A importância da participação do investidor individual no desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro (monografia apresentada ao III concurso de monografias promovido pela CVM, disponível no sítio [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br) - consulta em maio/2005).

LIMA, Osmar Brina Corrêa. Curso de Direito Comercial: sociedade anônima. Vol. 2. Belo Horizonte: Livraria Del Rey Editora, 1995.

MACHADO, Hugo de Brito *et alli*. Responsabilidade penal no âmbito das empresas *in* direito penal empresarial, São Paulo: Dialética).

MORAES, Rodrigo Iennaco de. Considerações sobre a responsabilidade criminal das pessoas jurídicas *in* revista dos tribunais nº 813, julho-1993, ano 92.

MOREIRA NETO, Diogo de Figueiredo. Mutações de direito administrativo. Rio de Janeiro: Renovar, 2000.

NIETO, Alejandro. Derecho administrativo sancionador. 2. ed. ampliada. Madrid: Tecnos, 1994.

NOBRE JÚNIOR, Edílson Pereira. Sanções administrativas e princípios de direito penal *in* revista de direito administrativo nº 219.

OSÓRIO, Fábio Medina. Direito administrativo sancionador. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 2000.

OLIVEIRA, Régis Fernandes de. Infrações e sanções administrativas. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 1985.

PAPINI, Roberto. Sociedade anônima e mercado de valores mobiliários. Rio de Janeiro: Forense, 1987.

PEREIRA, Luiz Carlos Bresser. Da administração burocrática à gerencial *in* Revista do Serviço Público, ano 47, vol. 120.

PINTO, Frederico de Lacerda da Costa *et alli*. O ilícito de mera ordenação social e a erosão do princípio da subsidiariedade da intervenção penal (*in* Direito penal econômico e europeu: textos doutrinários; vol. 1; Coimbra: Coimbra Editora, 1998).

TANURE, Fabrício Duarte. A nova função reguladora da Comissão de Valores Mobiliários (artigo disponível no sítio [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br) - consulta maio/2005).

VITTA, Heraldo Garcia. A sanção no direito administrativo. São Paulo: Malheiros, 2003.

WERNESBACH, Marilisa Azevedo. Princípios de direito penal e processual penal e sua aplicabilidade ao processo administrativo sancionador: o cotejo entre o entendimento jurídico pátrio e as soluções apontadas pelo direito da mera ordenação social (trabalho ainda não publicado, gentilmente cedido pela autora).

ZANOBINI, Guido. Le sanzione amministrative. Torino: Fratelli Bocca Editori, 1924.

Rede mundial de computadores (sítios consultados): [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br); [www.cmvm.pt](http://www.cmvm.pt); [www.planalto.gov.br](http://www.planalto.gov.br).