



# Revista de Direito Mercantil

industrial, econômico e financeiro



Vol. nº 176-177, ago. 2018/jul. 2019

# RDM 176/177

## Doutrina e Atualidades:

- 1 - "A Cláusula de Inalienabilidade e a Sociedade Anônima" (autor: Giancarlo Bonizzio)
- 2 - "Contribuição à Dogmática do Grupo de Sociedades" (autor: Thomas Ribeiro Bergmann)
- 3 - "Os instrumentos jurídicos (in)adequados à viabilização do third-party funding no Brasil" (autores: Lorenzo Galan Miranda e Henrique Steffen Wagner)
- 4 - "O Conflito de Interesses em Assembleias Gerais de S.As como Ilustração da Necessidade de Expedição de Súmulas Administrativas pela CVM" (autor: Ricardo Freitas)
- 5 - "O sistema de enforcement e o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro" (autor: Fabio Percegoni de Andrade)
- 6 - "Governança Corporativa e a In(credibilidade) do Estado Empreendedor" (autor: Bruno Nagem)
- 7 - "A responsabilidade pré-contratual e sua extensão: a propósito de recente decisão do Superior Tribunal De Justiça sobre contrato de franquia" (autor: Luis Renato Ferreira da Silva)
- 8 - "O quão preliminar é a opção de compra de participações societárias?" (autor: Pedro Henrique Carvalho da Costa)
- 9 - "O stay period e a nova sistemática na Lei de Recuperação de Empresas e Falência" (autor: Gerson Branco e Matheus Martins Costa Mombach)
- 10 - "Livre concorrência e tratamento favorecido: Como medidas antitruste podem assegurar a autonomia da inovação nas pequenas empresas" (autor: Matheus Guilherme dos Santos Moraes)

ISBN 978-65-6006-002-9



9 786560 060029 >

**IDGLOBAL**  
Instituto de Direito Global

 **rdm**  
revista de direito mercantil

  
**EXPERT**  
EDITORA DIGITAL

# **Revista de Direito Mercantil**

industrial, econômico e financeiro

**REVISTA DE  
DIREITO  
MERCANTIL  
industrial, econômico  
e financeiro**

**176/177**

Publicação do  
Instituto Brasileiro de Direito Comercial Comparado  
e Biblioteca Tullio Ascarelli  
do Departamento de Direito Comercial  
da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo

Ano LVII (Nova Série)  
agosto 2018/julho 2019

**REVISTA DE DIREITO MERCANTIL**  
**Industrial, econômico e financeiro**  
**Nova Série – Ano LVII – ns. 176/177 – ago. 2018/jul. 2019**  
**FUNDADORES**

1ª FASE: WALDEMAR FERREIRA

FASE ATUAL: PROFS. PHILOMENO J. DA COSTA e FÁBIO KONDER COMPARATO

**CONSELHO EDITORIAL**

ALEXANDRE SOVERAL MARTINS, ANA DE OLIVEIRA FRAZÃO, CARLOS KLEIN ZANINI,  
GUSTAVO JOSÉ MENDES TEPEDINO, JORGE MANUEL COUTINHO DE ABREU,  
JOSÉ AUGUSTO ENGRÁCIA ANTUNES, JUDITH MARTINS-  
COSTA, LUÍS MIGUEL PESTANA DE VASCONCELOS,  
PAULO DE TARSO DOMINGUES, RICARDO OLIVEIRA GARCÍA,  
RUI PEREIRA DIAS, SÉRGIO CAMPINHO.

**COMITÊ DE REDAÇÃO**

CALIXTO SALOMÃO FILHO, LUIZ GASTÃO PAES DE BARROS  
LEÃES, MAURO RODRIGUES PENTEADO,  
NEWTON DE LUCCA, PAULA ANDRÉA FORGIONI, RACHEL SZTAJN, ANTONIO MARTÍN,  
EDUARDO SECCHI MUNHOZ, ERASMO VALLADÃO AZEVEDO E NOVAES FRANÇA,  
FRANCISCO SATIRO DE SOUZA JUNIOR, HAROLDO MALHEIROS DUCLERC  
VERÇOSA, JOSÉ ALEXANDRE TAVARES GUERREIRO, MARCOS PAULO DE ALMEIDA  
SALLES, PAULO FERNANDO CAMPOS SALLES DE TOLEDO, PAULO FRONTINI,  
PRISCILA MARIA PEREIRA CORRÉA DA FONSECA, JULIANA KRUEGER PELA,  
JOSÉ MARCELO MARTINS PROENÇA, BALMES VEGA  
GARCIA, RODRIGO OCTÁVIO BROGLIA MENDES,  
CARLOS PAGANO BOTANA PORTUGAL GOUVÊA, ROBERTO  
AUGUSTO CASTELLANOS PFEIFFER,  
SHEILA CHRISTINA NEDER CEREZETTI, VINÍCIUS MARQUES DE CARVALHO,  
MANOEL DE QUEIROZ PEREIRA CALÇAS, MARCELO VIEIRA VON ADAMEK.

## **COORDENADORES ASSISTENTES DE EDIÇÃO**

MICHELLE BARUHM DIEGUES E MATHEUS CHEBLI DE ABREU.

## **ASSESSORIA DE EDIÇÃO DISCENTE**

BEATRIZ LEAL DE ARAÚJO BARBOSA DA SILVA,  
CAMILA BOVOLATO RODRIGUES, CAROLINA CAPANI,  
GIULIA FERRIGNO POLI IDE ALVES, ISABELLA PETROF MIGUEL,  
MATEUS RODRIGUES BATISTA, MATHEUS CHEBLI DE ABREU,  
PEDRO FUGITA DE OLIVEIRA, VICTORIA ROCHA PEREIRA,  
VIRGILIO MAFFINI GOMES, RODOLFO PAVANELLI MENEZES.

## **REVISTA DE DIREITO MERCANTIL**

Publicação trimestral da

Editora Expert LTDA

Rua Carlos Pinto Coelho,

CEP 30664790

Minas Gerais, BH – Brasil

Diretores: Luciana de Castro Bastos

Daniel Carvalho

**Direção editorial:** Luciana de Castro Bastos  
**Diagramação e Capa:** Daniel Carvalho e Igor Carvalho  
**Revisão:** Do Autor

A regra ortográfica usada foi prerrogativa do autor.



Todos os livros publicados pela Expert Editora Digital estão sob os direitos da Creative Commons 4.0 BY-SA. <https://br.creativecommons.org/>  
"A prerrogativa da licença creative commons 4.0, referencias, bem como a obra, são de responsabilidade exclusiva do autor"

**AUTORES:** Giancarlo Bonizzio, Thomas Ribeiro Bergmann, Lorenzo Galan Miranda, Henrique Steffen Wagner, Ricardo Freitas, Fabio Percegoni de Andrade, Bruno Nagem, Luis Renato Ferreira da Silva, Pedro Henrique Carvalho da Costa, Gerson Branco, Matheus Martins Costa Mombach, Matheus Guilherme dos Santos Morais

**ISBN:** 978-65-6006-002-9

Publicado Pela Editora Expert, Belo Horizonte,

A Revista de Direito Mercantil agradece ao Instituto de Direito Global pelo fomento à publicação deste volume.

**Pedidos dessa obra:**

[experteditora.com.br](http://experteditora.com.br)  
[contato@editoraexpert.com.br](mailto:contato@editoraexpert.com.br)





## **COLABORADORES**

### **GIANCARLO BONIZZIO**

Bacharel e mestrando em Direito pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, sob a orientação do Professor Doutor José Marcelo Martins Proença, no Departamento de Direito Comercial. Advogado no escritório Barbosa Müssnich Aragão em São Paulo.

### **THOMAS RIBEIRO BERGMANN**

Possui graduação em Direito pela Fundação Escola Superior do Ministério Público/RS (FMP). Pós-graduação lato sensu em Direito do Estado pela Faculdade de Direito da Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS). Mestrado em Direito junto ao programa de pós-graduação stricto sensu da Faculdade de Direito da Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS). Pesquisador focado em filosofia jurídica, política e moral.

### **LORENZO GALAN MIRANDA**

Bacharelado em Direito pela Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS). Editor do Arbipedia. Estagiário em Justen, Pereira, Oliveira & Talamini Advogados.

### **HENRIQUE STEFFEN WAGNER**

Bacharel em Direito pela Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS). Advogado em Souto, Correa, Cesa, Lummertz & Amaral Advogados.

### **RICARDO FREITAS**

Possui graduação em direito pela Universidade de São Paulo (1988), e Doutorado em Direito Comercial pela Universidade de São Paulo (2004). É advogado, fundador do escritório de advocacia Freitas Leite e autor de obras em matérias relacionadas a Mercado de Capitais, em especial, fundos de investimento. Autor do livro “A Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento”. Foi Presidente

Executivo e do Conselho de Administração da Semp Toshiba e da Semp TCL. Atualmente é sócio e diretor da Hedge Investments e membro de conselho de administração da Semp TCL e da BrasilAgro S.A..

### **FABIO PERCEGONI DE ANDRADE**

Advogado no escritório Tepedino, Berezowski e Poppa Advogados. Graduado em Direito em 2018 na Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, com seis meses cursados na Faculdade de Direito da Universidade do Porto em Portugal. Pós-graduado em Direito Societário pela Fundação Getúlio Vargas. Mestrando em Direito Comercial pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo.

### **BRUNO NAGEM**

Doutorando em Direito Comercial pela Universidade Federal de Minas Gerais - UFMG. Mestre em Direito nas Relações Econômicas e Sociais. Pós-graduado em Direito Processual Constitucional e em Mercado de Capitais e Derivativos, advogado na Petróleo Brasileiro S.A. - Petrobras, Ex-professor de Direito Civil II (Responsabilidade Extracontratual e Teoria Geral dos Contratos), Estágio Supervisionado I (Advocacia Cível) e Estágio Supervisionado IV (Ações Constitucionais) da Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais - PUC Minas. Atuação voltada para a advocacia consultiva e contenciosa, com ênfase em Direito Empresarial e Civil. Ex-presidente da Comissão de Advocacia Estatal da OAB/MG (2016-2018). Membro efetivo do Conselho Fiscal da Federação Mineira de Judô (2021- 2025).

### **LUIS RENATO FERREIRA DA SILVA**

Possui doutorado em Direito Civil pela Universidade de São Paulo (2001). Mestrado em Direito Civil pela UFRGS (1993). Tem experiência na área de Direito, com ênfase em Direito Civil e Comercial, atuando principalmente nos seguintes temas: contratos civis e comerciais; direito societário; responsabilidade civil. Professor do Departamento de Direito Privado e Processo Civil da Faculdade de Direito da UFRGS

e Professor Colaborador do Programa de Pós Graduação em Direito da mesma Universidade.

**PEDRO HENRIQUE CARVALHO DA COSTA**

Mestre em Direito das Relações Sociais pela Universidade Federal do Paraná. Especialista em Direito Empresarial pela Academia Brasileira de Direito Constitucional. Bacharel em Direito pela Universidade Federal do Paraná. Pesquisador do Núcleo de Pesquisas em Direito Civil-Constitucional "Virada de Copérnico" da Universidade Federal do Paraná. Advogado em Curitiba, Paraná.

**GERSON BRANCO**

Professor Associado de Direito Empresarial da UFRGS. Advogado em Porto Alegre.

**MATHEUS MARTINS COSTA MOMBACH**

Mestre em Direito Empresarial pela UFRGS. Advogado em Porto Alegre.

**MATHEUS GUILHERME DOS SANTOS MORAIS**

Mestrando em Direito pela Faculdade de Direito de Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo. Bacharel em Direito pela Universidade do Estado de Minas Gerais. Aluno Destaque do Curso de Direito na Universidade do Estado de Minas Gerais Direito. Advogado. Pós-Graduação Lato Sensu em Direito Processual Penal pela Faculdade IBMEC e Instituto Damásio de Direito. Coordenador da Comissão de Direitos da Infância e Juventude da OAB - 7ª Subseção Paulista. Membro Titular do Conselho Municipal da Juventude da Secretaria de Assistência Social e Desenvolvimento Humano de Barretos - SP. Pós-Graduação Lato Sensu em Direito Acidentário pela Faculdade Legale Educacional. Membro Efetivo Regional da Comissão de Defesa do Consumidor do Conselho Seccional da OAB/SP.



## SUMÁRIO

A Cláusula de Inalienabilidade e a Sociedade Anônima .....	15
<i>Giancarlo Bonizzio</i>	
Contribuição à Dogmática do Grupo de Sociedades.....	57
<i>Thomas Ribeiro Bergmann</i>	
Os Instrumentos Jurídicos (In)Adequados à Viabilização do <i>Third-Party Funding</i> no Brasil.....	87
<i>Lorenzo Galan Miranda, Henrique Steffen Wagner</i>	
O Conflito de Interesses em Assembleias Gerais de Sociedades Anônimas como Ilustração da Necessidade de Expedição de Súmulas Administrativas pela Comissão de Valores Mobiliários .....	127
<i>Ricardo de Santos Freitas</i>	
O Sistema de <i>Enforcement</i> e o Desenvolvimento do Mercado de Capitais Brasileiro .....	147
<i>Fabio Percegoni de Andrade</i>	
Governança Corporativa e a (In)Credibilidade Do Estado Empreendedor .....	167
<i>Bruno Nagem</i>	
A Responsabilidade Pré-Contratual e sua Extensão: A Propósito de Recente Decisão do Superior Tribunal de Justiça Sobre Contrato de Franquia .....	195
<i>Luis Renato Ferreira da Silva</i>	

O Quão Preliminar é a Opção de Compra de Participações Societárias? .....211

*Pedro Henrique Carvalho da Costa*

O *Stay Period* e a Nova Sistemática na Lei de Recuperação de Empresas e Falência .....229

*Gerson Branco, Matheus Martins Costa Mombach*

Livre Concorrência e Tratamento Favorecido: Como Medidas Antitrustes Podem Assegurar a Autonomia da Inovação nas Pequenas Empresas .....263

*Matheus Guilherme dos Santos Moraes*

**O CONFLITO DE INTERESSES EM ASSEMBLEIAS  
GERAIS DE SOCIEDADES ANÔNIMAS COMO  
ILUSTRAÇÃO DA NECESSIDADE DE EXPEDIÇÃO  
DE SÚMULAS ADMINISTRATIVAS PELA  
COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS**

***THE CONFLICT OF INTEREST IN GENERAL ASSEMBLIES OF  
CORPORATIONS AS AN ILLUSTRATION OF THE NEED OF THE  
ISSUANCE OF BINDING ADMINISTRATIVE PRECEDENTS BY  
THE BRAZILIAN SECURITIES & EXCHANGE COMMISSION***

*Ricardo de Santos Freitas*

**RESUMO:** A Comissão de Valores Mobiliários deveria atuar de forma efetivamente colegiada, emitindo súmulas administrativas em decisões recorrentes e relevantes, com efeito vinculante a casos futuros, fortalecendo-se como autarquia e transmitindo efetiva segurança ao mercado de capitais.

**PALAVRAS-CHAVE:** CVM; súmula vinculante; colegialidade; súmula administrativa; conflito de interesses; sociedade anônima; segurança jurídica.

**ABSTRACT:** The Brazilian Securities & Exchange Commission should act as a truly collegiate body, enacting binding administrative precedents in relevant and recurrent cases, strengthening itself as an agency and conveying effective trust to the capital markets.

**KEYWORDS:** Brazilian SEC; binding precedent; collegiate; administrative precedent; conflict of interest; corporation; legal certainty.

## 1. INTRODUÇÃO

Tida informalmente como a xerife do mercado de capitais brasileiro, a Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) é uma autarquia da administração pública federal, dotada de atribuições e responsabilidades colossais.

Dentre as diversas atribuições impostas por lei à CVM, tem ela a nada simples responsabilidade de fiscalizar todas as atividades do mercado de capitais brasileiro. Ao exercer sua incumbência fiscalizatória cumpre a CVM, por decorrência, uma função disciplinar, analisando e julgando atos e condutas de todos os participantes do mercado.

Com a análise de atos e condutas dos agentes de mercado, através de julgamentos proferidos em processos administrativos, de pronunciamentos em soluções de consulta formulados pelos interessados e, ainda, por diversas outras formas previstas em seu regimento interno, a Comissão de Valores Mobiliários produz Direito.

Note-se que a CVM já produz normas quando emite Resoluções, Instruções, Deliberações, Pareceres e Notas Explicativas sobre temas de sua competência, fixada pela Lei e pelo Conselho Monetário Nacional. É o exercício de sua função normativa.

Mas, tanto quanto qualquer lei, uma norma regulamentadora, ao nascer, dificilmente escapa de gerar dúvidas de interpretação quanto a aspectos de aplicação específica. É duro legislar e fácil apontar falhas, omissões, incoerências, ilegalidades ou mesmo dúvidas quanto à correta aplicação de conceitos indeterminados, em geral de vaguidade semântica, a casos concretos.

Precisamente por essa razão os principais corpos de normas emanados pela CVM têm nascido através de um amplo processo de diálogo com o mercado, através do mecanismo de audiência pública. Mas mesmo ao final desse democrático processo, dúvidas sempre surgirão. O ambiente dos negócios é dinâmico e complexo.

Assim, ao se pronunciar em casos práticos, do dia a dia, seja julgando processos seja respondendo a consultas, a CVM novamente

produz Direito. Mas, desta vez, um Direito vivo, um Direito aplicado a situações concretas, que permite a evolução da compreensão e do alcance das normas, criando segurança jurídica, elemento vital para a atração de investidores.

Nem sempre, todavia, essa produção do Direito aplicado segue um caminho coeso, harmônico, de direcionamento claro. Quando a coesão não vem, a insegurança ocupa o espaço. Não há tema mais ilustrativo do peso dessa insegurança do que o tema do conflito de interesses dentro de companhias abertas.

Demonstraremos neste estudo a evolução dos mais relevantes julgados da CVM sobre conflito de interesses nas últimas duas décadas objetivando com isso evidenciar que as constantes alterações de composição do colegiado da CVM acarretaram seguidas mudanças de posição do órgão sobre a mesma questão teórica. A resultante, como evidenciaremos, é a insegurança jurídica.

Em seguida, com o objetivo de fortalecer a imagem institucional da autarquia, dando mais perenidade às decisões de seu colegiado, apresentaremos, em caráter propositivo, uma sugestão de instrumentalização de procedimentos que permitam ao colegiado, em casos de alta relevância e recorrência, emitir decisões com força vinculante.

## 2. A INCONSTÂNCIA DAS DECISÕES DA CVM EM CASOS ANÁLOGOS

O artigo 115, § 1º, da lei das S.A. dispõe que *“o acionista não poderá votar nas deliberações da assembleia-geral relativas ao laudo de avaliação de bens com que concorrer para a formação do capital social e à aprovação de suas contas como administrador, nem em quaisquer outras que puderem beneficiá-lo de modo particular, ou em que tiver interesse conflitante com o da companhia.”*

O trecho negrito acima é particularmente tormentoso. Conseguiu a proeza de dividir a opinião dos maiores estudiosos do direito empresarial do país. A contenda dá-se entre os que defendem

a tese de que o artigo 115 da lei acionária trata de um conflito material e os que interpretam que o referido artigo trata de um conflito formal.

Nesse embate doutrinário os que advogam que o conflito é material entendem que só *a posteriori* é possível dizer se um dado ato foi praticado de forma conflituosa, cabendo aos prejudicados buscar a devida reparação. A lista de defensores dessa teoria é vasta e têm nomes de notável saber jurídico. Ocorre que o rol dos defensores do conflito formal é igualmente largo e com nomes de igual peso.

Ao longo dos anos, ao julgar casos envolvendo conflitos de interesse, a CVM oscilou em seu entendimento, ora entendendo o conflito como formal, ora como material, conforme demonstraremos a seguir.

No caso TIM<sup>309</sup>, julgado em dezembro de 2001, a diretora Norma Parente, relatora do processo, proferiu voto vencedor a favor da tese do conflito formal, sendo acompanhada em seu entendimento pelo então presidente da CVM, José Luiz Osório de Almeida Filho e pelo diretor Wladimir Castelo Branco Castro, tendo como votos vencidos os dos diretores Luiz Antônio de Sampaio Campos e Marcelo Fernandez Trindade.

Passado menos de um ano, no julgamento do caso Previ<sup>310</sup>, em novembro de 2002, sendo novamente relatora a diretora Norma Parente, a decisão majoritária do colegiado foi a favor da tese do conflito material. Restou vencida a relatora sendo vencedor o entendimento do então novo presidente da CVM, Luis Leonardo Cantidiano e o dos diretores Luiz Antônio de Sampaio Campos e Wladimir Castelo Branco Castro, que mudou de posição em relação a seu voto proferido no caso TIM.

---

309 Disponível em:

[http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2001/20011219\\_PAS\\_RJ20014977.pdf](http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2001/20011219_PAS_RJ20014977.pdf)

Último Acesso: 1º set. 2022

310 Disponível em:

[https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2002/20021106\\_PAS\\_RJ20021153.pdf](https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2002/20021106_PAS_RJ20021153.pdf)

Último Acesso: 1º set. 2022.

O caso Ambev<sup>311</sup>, julgado em 2004, também teve muita visibilidade, tendo o colegiado, novamente em decisão não unânime, afirmado que o conflito seria material. Foi relator, com voto vencedor, o diretor Wladimir Castelo Branco Castro, acompanhado pelo então presidente da autarquia, Marcelo Fernandez Trindade, vencida uma vez mais a diretora Norma Parente.

Em 2009, no julgamento do emblemático caso Tractebel<sup>312</sup>, prevaleceu no colegiado o entendimento de que o conflito de interesses deve ser considerado como formal. Foi relator com voto vencedor o então diretor Aleksandro Broedel Lopes e seu entendimento quanto ao conflito de interesses foi acompanhado pelos diretores Marcos Pinto, Otávio Yazbek e Maria Helena Santana, sendo única voz discordante a do diretor Eli Loria, que defendeu que o conflito seria material.

O caso Tractebel foi considerado um marco de consolidação de posicionamento da CVM e referido como tal em inúmeros artigos doutrinários. De um lado pelo voto condutor da maioria ter criteriosamente relatado todo o histórico de posicionamentos conflitantes da autarquia sobre o tema até então, enfatizando a importância de uma construção afirmativa de posicionamento quanto ao tema e de outro pela profundidade dos debates e argumentações.

Tanto assim que, ao julgar o caso Eletrobrás<sup>313</sup> em 2013, a CVM não só afirmou por unanimidade o conflito formal como a relatora, diretora Luciana Dias, ressaltou a existência de consolidados precedentes da autarquia<sup>314</sup>.

---

311 Disponível em:

[http://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2004/20041216\\_R1/20041216\\_D04.html](http://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2004/20041216_R1/20041216_D04.html)  
Último acesso: 1º set. 2022.

312 Disponível em:

[http://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2010/20100909\\_R1/20100909\\_D09.html](http://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2010/20100909_R1/20100909_D09.html)  
Último acesso 1º set. 2022.

313 Disponível em:

<http://conteudo.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador/2015/201J201ml>  
Último acesso: 1º set. 2022.

314 Assim está redigida a conclusão do voto: *“Em razão de todo o exposto, da relevância dos montantes envolvidos no caso concreto e dos consolidados precedentes desta casa em matéria de conflito de interesses, bem como dos antecedentes da União perante essa Autarquia, voto pela condenação da União à penalidade de multa no valor de R\$500.000,00*

Avançando para 2017 temos o caso EMAE<sup>315</sup>. Nele, a decisão proferida pelo colegiado da CVM reafirmou que o conflito é formal, com voto vencedor do então presidente Leonardo Pereira, com o apoio dos votos dos diretores Pablo Waldemar Renteria e Henrique Balduino Machado Moreira, restando vencidos os diretores Gustavo Gonzalez e Gustavo Tavares Borba. Em seu voto Leonardo Pereira expressamente consignou que o caso Tractebel consolidou jurisprudência a favor do conflito formal.<sup>316</sup>

Como se vê, a duras penas o Norte estava dado e cumpria sua missão a contento a CVM, até que os mares voltaram a ficar tormentosos com o julgamento do caso Linx<sup>317</sup> em novembro de 2020. Discutia-se aqui, em recurso ao colegiado, se determinados acionistas da empresa poderiam votar em assembleia que deliberaria sobre a aprovação do protocolo de incorporação da Linx pela Stone e outras pautas correlatas, posto que a área técnica da CVM havia entendido que os acionistas em questão não poderiam votar por estarem em situação de auferir benefício particular.

---

*(quinhentos mil reais), por infringir o disposto no art. 115, §1º, da Lei nº 6.404, de 1976, ao votar na AGE pela renovação das concessões de distribuição e transmissão de energia elétrica de companhias controladas pela Eletrobrás.”*

Disponível em: [https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2015/20150526\\_PAS\\_RJ20136635.pdf](https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2015/20150526_PAS_RJ20136635.pdf)

Último acesso: 1º set. 2022.

315Disponível em: [https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2015/20150526\\_PAS\\_RJ20136635.pdf](https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2015/20150526_PAS_RJ20136635.pdf)

Último acesso: 1º set. 2022.

316 “Conforme entendimento consolidado adotado pela Casa desde a apreciação do Processo CVM nº RJ2009/13179, em 9.9.20106, as circunstâncias de que trata o art. 115, §1º, da Lei 6.404, para fins de impedimento de voto, devem ser avaliadas antes da realização da assembleia. Também segundo os precedentes, interesse conflitante não implica, necessariamente, um interesse irreconciliável com o da companhia. Na realidade, quando um acionista encontra-se em situação de conflito de interesses, o que se pretende dizer é que aquela pessoa não possui a isenção ou o ceticismo suficientes para assegurar que a decisão seja tomada de maneira imparcial, pois há outros interesses externos envolvidos.”

Disponível em:

[http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2017/20170714/0728\\_\\_voto\\_PTE.pdf](http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2017/20170714/0728__voto_PTE.pdf)

Último acesso: 1º set. 2022.

317 Disponível em: [http://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2020/20201113\\_R1.html](http://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2020/20201113_R1.html)

Último acesso: 1º set. 2022.

A decisão do colegiado foi pela permissão dos votos, mas em função do entendimento de que o caso sob julgamento não se moldava à figura de conflito de interesses e nem de benefício particular. No entanto, o diretor Henrique Machado, com voto vencido, entendeu caracterizado o conflito, que afirmou ser formal<sup>318</sup>. O diretor Gustavo Gonzalez declarou seu impedimento para participar do julgamento do caso. Marcelo Barbosa, atual presidente da CVM, entendeu que as particularidades do caso concreto não permitiam afirmar que estava configurada hipótese de benefício particular e nem mesmo de conflito de interesses. Idêntico entendimento foi manifestado pela diretora Flávia Perlingeiro. O diretor Alexandre Rangel também acompanhou o entendimento de que não havia benefício particular no caso específico, mas fez questão de deixar claro seu entendimento divergente quanto ao tema do conflito de interesses, afirmando que ele é material.<sup>319</sup>

Comentando o julgamento do caso Linx, em artigo publicado na revista Capital Aberto em 08 de janeiro de 2021, o ex-diretor da CVM Pablo Renteria destacou que o fato de ter havido três posições divergentes sobre o contorno jurídico do conflito de interesses revela

---

318 Merece destaque o seguinte trecho: *“Por fim, ainda que se pudesse afastar a hipótese de benefício particular, restaria caracterizado o potencial conflito entre os interesses da Companhia e os interesses dos recorrentes resultantes dos contratos de non compete e de consultoria, cuja imperatividade da expressão “não poderá votar” do art. 115, §1º, impede a participação dos recorrentes.*

*Verifica-se evidente hipótese de conflito formal de interesse face ao potencial interesse conflitante com a Companhia, consoante entendimento reiterado desta Autarquia desde o Caso Tractebel.”*

Disponível em: [http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoies/anexos/2020/20201113/1979\\_20\\_VotoDHM.pdf](http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoies/anexos/2020/20201113/1979_20_VotoDHM.pdf) Último acesso: 1º set. 2022.

319 De seu voto destaco a seguinte passagem: *“Todavia, nas manifestações de voto da Diretora Flávia Martins Sant`Anna Perlingeiro e do Presidente Marcelo Barbosa constam observações relacionadas ao tema de conflito de interesses com as quais, respeitosamente, não concordo. Não vislumbro amparo legal para impedir previamente o exercício do direito de voto de acionista em conflito de interesses, com base no art. 115, §1º, in fine, da Lei nº 6.404/76. A meu ver, o regime jurídico previsto na lei do anonimato não autoriza o impedimento formal de voto a priori de acionista na hipótese de conflito de interesses, nos termos do dispositivo supracitado.”*

Disponível em:

[http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/2020/20201113/1979\\_20\\_VotoDAR.pdf](http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/2020/20201113/1979_20_VotoDAR.pdf)  
Último acesso: 1º set. 2022.

as incertezas que ainda cercam o tema dentro da autarquia e ponderou que o tema permanece em aberto até que uma nova composição do colegiado e o surgimento de um novo caso possam trazer mais previsibilidade sobre a posição da CVM.<sup>320</sup>

As duas situações apontadas por Pablo Renteria - tanto uma nova composição do colegiado da CVM quanto um novo caso - ao que parece, acabaram de se materializar. Em agosto de 2022 a CVM, com composição de colegiado substancialmente renovada, iniciou o julgamento de dois novos casos envolvendo o tema do conflito de interesses.

No primeiro, envolvendo acionista controlador e membro do conselho de administração da empresa Saraiva Livreiros S.A.<sup>321</sup>, o diretor Alexandre Rangel, relator, votou pela improcedência da acusação de exercício de voto em conflito de interesses no caso concreto, por não encontrar na essência da manifestação de voto do acionista em assembleia qualquer benefício particular ou interesse conflitante com o da companhia. Em seu voto deixou consignado que o artigo 115, § 1º, da Lei nº 6.404/76 consubstancia hipótese

---

320 *“Com relação ao conflito de interesses, cumpre observar que a área técnica sequer entendeu que tal hipótese de impedimento de voto estivesse presente no caso e, na mesma direção, o colegiado, por maioria, confirmou inexistir conflito. Em termos práticos, essa conclusão mostra-se consistente com a atuação da autarquia, que tende a restringir o conflito de interesses aos casos em que o acionista se encontra no lado contraposto do negócio bilateral apreciado em assembleia ou figura como beneficiário direto do ato unilateral a ser deliberado — como, por exemplo, a renúncia a determinado direito que detenha contra o acionista.*

*No entanto, a leitura dos votos proferidos no colegiado mostra que, a despeito de o resultado da decisão representar a continuidade do estado atual da supervisão das companhias abertas, houve três posições divergentes sobre os contornos jurídicos do conflito de interesses, a revelar as incertezas que ainda cercam o tema dentro da autarquia. O assunto, assim, permanece em aberto e o mercado deverá aguardar a nova composição do colegiado em 2021 e o surgimento de um novo caso para ter maior previsibilidade sobre a posição do regulador.”*

Disponível em:

<https://capitalaberto.com.br/secoes/colunistas/perspectivas-sobre-o-conflito-de-interesses-do-acionista/>

Último acesso: 1º set. 2022.

321 **PAS CVM SEI 19957.003175/2020-50.**

Disponível em:

[https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/anexos/2022/20220816\\_PAS\\_CVM\\_19957\\_003175\\_2020\\_50\\_manifestacao\\_de\\_voto\\_diretor\\_otto\\_lobo.PDF](https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/anexos/2022/20220816_PAS_CVM_19957_003175_2020_50_manifestacao_de_voto_diretor_otto_lobo.PDF)

Último acesso: 1º set. 2022.

de conflito material, não autorizando o impedimento prévio ou formal do exercício do direito de voto por parte do acionista, sendo necessária uma análise da substância de sua manifestação para que se possa concluir pela regularidade ou não do voto, o que apenas poderia ocorrer a posteriori. O diretor Otto Lobo e o presidente da autarquia, João Pedro Nascimento<sup>322</sup>, acompanharam os fundamentos e as conclusões do diretor relator, tendo a sessão sido suspensa após pedido de vistas da diretora Flávia Perlingeiro, para manifestação futura de voto quando da retomada do julgamento, que ainda terá a manifestação de voto do diretor João Accioly.

No segundo, envolvendo acionista da empresa Springer S.A.<sup>323</sup>, o diretor Alexandre Rangel, também relator, votou pela condenação do acionista pelo exercício de voto em conflito de interesses em violação ao artigo 115, §1º, da Lei nº 6.404/76, impondo-lhe multa no valor de R\$ 9.200.000,00. O diretor Otto Lobo e o presidente João Pedro Nascimento igualmente acompanharam os fundamentos e as conclusões do diretor relator, tendo a sessão sido também suspensa por pedido de vistas da diretora Flávia Perlingeiro, restando pendente sua manifestação de voto e a do diretor João Accioly.

Ocorre que em ambos os casos os votos proferidos já são suficientes para que saia vencedor o entendimento do conflito material por parte da nova composição da CVM, o que marcará uma completa guinada de posição do órgão regulador quanto ao tema. Resta saber por quanto tempo o novo norte serão os casos Saraiva e Springer e

---

322 O atual presidente da CVM tem posicionamento claro a favor da tese do conflito material, manifestado em texto publicado em 2004 e republicado em 2022.

NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. **Conflito de interesses no exercício do direito de voto nas sociedades anônimas (1ª parte)**. Revista do direito Bancário de do Mercado de Capitais. São Paulo: RT, n. 24, abr./jun. 2004, p. 82.

NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. **Conflito de interesses no exercício do direito de voto nas sociedades anônimas**. In Temas de Direito Empresarial. São Paulo: Quartier Latin, 2022, p.39.

323 **PAS CVM SEI 19957.004392/2020-67**.

Disponível em:

[https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/anexos/2022/20220815\\_PAS\\_CVM\\_SEI\\_19957\\_004392\\_2020\\_67\\_relatorio\\_diretor\\_alexandre\\_rangel.pdf](https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/anexos/2022/20220815_PAS_CVM_SEI_19957_004392_2020_67_relatorio_diretor_alexandre_rangel.pdf)

Último acesso: 1º set. 2022.

o novo entendimento prevalente será o de que o conflito é formal, dado que uma nova composição do colegiado e um novo caso a ele submetido terão sempre a força e o poder de reverter a tese até então vencedora, dada a inexistência da prática de expedição de súmulas administrativas pela CVM.

### **3. A AUSÊNCIA DE COLEGIALIDADE**

É triste a constatação de que um assunto conceitual tão relevante esteja ainda sem direcionamento claro, refém da interpretação pessoal de diretores que entram e saem da autarquia em intervalos de tempo relativamente curto.

Situações como essa não são compatíveis com o atual estágio de evolução do mercado de capitais brasileiro. Precisamos encontrar o caminho da estabilidade e da segurança do Direito produzido pela CVM.

O tema do conflito de interesses nas sociedades anônimas emoldura com precisão o retrato da falta de direcionamento harmonizado das decisões do colegiado da CVM em temas conceituais relevantes. Diversas outras questões conceitualmente relevantes poderiam estar igualmente servindo de exemplo, mas inexoravelmente emoldurariam o mesmo retrato, a figura da falta de harmonização das decisões.

Se a insegurança causada nos agentes do mercado de capitais acerca de como proceder diante de uma situação de conflito de interesses em uma assembleia de acionistas de uma companhia ou de cotistas de um fundo de investimentos pudesse ser classificada como uma doença jurídica e a análise da evolução histórica dos casos relevantes de conflito julgados pela CVM fossem entendidos como a correta anamnese, o diagnóstico não sairia com facilidade.

Afinal, como é possível que a CVM mude recorrentemente de opinião em julgamentos de situações análogas?

Para que nos arrisquemos a dar uma explicação teremos que entrar em uma delicada seara. As decisões da CVM são proferidas por

um colegiado formado por cinco pessoas: o presidente da autarquia e quatro diretores. Em temas polêmicos as opiniões dos membros do colegiado eventualmente divergem. E quando ocorre a substituição de um membro do colegiado por outro que tem entendimento antagônico sobre esses temas polêmicos, pode naturalmente ocorrer uma mudança de posicionamento da CVM. Assim, acaba por faltar, ao colegiado, colegialidade.

A produção do Direito aplicado, que deveria funcionar com a segurança de uma bússola, apontando sempre para o mesmo norte de solução em casos idênticos, acaba funcionando mais como uma biruta, virando, mesmo em casos conceitualmente idênticos, para a posição do entendimento prevalente daquela específica composição de colegiado da data de cada julgamento.

E haja mudança de colegiado. Desde a sua criação, em 1976, a CVM já teve setenta e nove diretores diferentes integrando seu colegiado, excluídos os presidentes e os diretores nomeados, mas não empossados. Oito nomeados ao longo da década de 1970, vinte e sete nomeados ao longo da década de 1980, vinte nomeados ao longo da década de 1990, onze nomeados ao longo da primeira década deste século, oito nomeados ao longo da década de 2010 e cinco nomeados na década atual, apenas entre 2021 e 2022<sup>324</sup>. Em adição, nesse mesmo espaço de tempo a CVM teve também vinte presidentes distintos compondo seu colegiado. Assim, ao todo, a CVM já teve mais de uma centena de distintas formações de colegiado ao longo de seus quarenta e cinco anos de existência, o que representa, numa visão simplista, mais de duas diferentes formações de colegiado por ano.

Seu corpo técnico, este sim estável, é de altíssima qualidade nas mais diferentes superintendências e produz excelentes manifestações técnicas. Mas a rotatividade dos membros de seu colegiado, cada qual com sua própria e individual formação e visão de mundo, conduz a

---

324 Disponível em:

<https://www.gov.br/cvm/pt-br/aceso-a-informacao-cvm/institucional/antigos-colegiados>

Último acesso: 1º set. 2022.

uma dificuldade natural de formação de direcionamento decisório em questões conceituais, por mais que o debate se dê em alto nível de proficiência.

Mas o Direito aplicado pela CVM em casos conceituais análogos não deveria comportar decisões radicalmente opostas alternando-se, mudando de lado ao sabor de opiniões individuais que deveriam se render à prevalência da unicidade de um entendimento colegiado.

Quem demonstrou, com precisão e recentemente, a relevância do princípio da colegialidade, foi a Ministra Rosa Weber, do Supremo Tribunal Federal, invocando com propriedade o dever de equidade que deve nortear a prestação jurisdicional ao deixar de lado sua convicção pessoal e votar seguindo a orientação anteriormente fixada pela Corte Suprema.<sup>325</sup>

Diagnosticada a doença, prescreva-se o remédio.

#### 4. A SÚMULA ADMINISTRATIVA CVM

O que se espera de uma instituição da relevância da Comissão de Valores Mobiliários é que, uma vez firmada uma posição do colegiado em um julgamento quanto a uma questão de interpretação com notória importância e capacidade de se repetir em inúmeros casos, é que essa posição firme o entendimento do colegiado e, portanto, o entendimento da CVM quanto a esta questão, de forma que eventuais novos membros do colegiado, e mesmo aqueles vencidos no julgamento

---

325 De seu voto extraio o seguinte excerto: “**Colocadas tais premissas teóricas**, e forte no que nelas explicitarei, destaco que, tendo integrado a corrente minoritária neste Plenário quanto ao tema de fundo, passei a adotar, nesta Suprema Corte e no exercício da jurisdição eleitoral, no TSE, a orientação hoje prevalecente, de modo a atender não só o **dever de equidade** que há de nortear, na minha visão, a prestação jurisdicional – tratar casos semelhantes de modo semelhante (*treat like cases alike*) – mas também, como sempre enfatizo, o **princípio da colegialidade** que, enquanto expressão da exigência de integridade da jurisprudência, é meio de atribuir **autoridade** e **institucionalidade** às decisões desta Casa, conforme explanei anteriormente.” (negritos do original) (HC 152752/PR).

Disponível em:

<https://redir.stf.jus.br/paginadorpub/paginador.jsp?docTP=TP&docID=15132272>

Último acesso: 1º set. 2022.

em questão, passem a respeitar e decidir de forma colegiada, naquela mesma direção, em casos futuros.

O colegiado da CVM precisa ser dotado de instrumentos que lhe permitam exarar decisões com efeito vinculante e de aplicação geral em relação a temas que sejam dotados de relevância e transcendência, isto é, temas que sejam de alto impacto econômico ou jurídico e que, concomitantemente, sejam recorrentes. Penso que o caminho possa ser a modificação do regimento interno da CVM para inserir tal ferramenta.

Com um mecanismo como esse o colegiado da CVM poderia, no julgamento de um determinado processo administrativo, incidentalmente declarar que determinada questão conceitual do caso fosse reconhecida como de repercussão geral e de aplicação vertical e horizontal a todos os casos presentes e futuros, funcionando como uma súmula administrativa da Comissão de Valores Mobiliários.

Teríamos assim a forçosa aplicação do princípio da colegialidade, através do qual, em julgamentos subsequentes, um membro de colegiado estaria obrigado a votar segundo a orientação já firmada pela autarquia, mesmo que seu entendimento pessoal fosse divergente.

É claro que se houvesse alteração normativa subsequente esse entendimento poderia ser revisto. É claro também que, com o tempo, com a evolução do mercado e do direito, essa orientação deveria poder ser repensada caso estivesse manifestamente desajustada face à nova realidade. Afinal, é Direito vivo. É claro, por fim, que qualquer membro do colegiado poderia entender que as circunstâncias específicas de um dado caso sumulado não se assemelham a outro dado caso que lhe esteja *sub examine*. Essas são situações absolutamente normais que a doutrina processualista, dentro da Teoria dos Precedentes, classifica como técnicas de distinção e de revogação<sup>326</sup>.

---

326 Para imersão no tema recomenda-se a leitura de monografia, em tese de doutorado, de JÚNIOR, Paulo Sérgio Duarte da Rocha. **Distinção e Revogação de Precedentes no Direito Brasileiro**. 2013. Tese (Doutorado) – Universidade de São Paulo, São Paulo. Disponível em: [https://teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2137/tde-03042017-135225/publico/Tese\\_Completa\\_Paulo\\_Sergio\\_Duarte\\_da\\_Rocha\\_Junior](https://teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2137/tde-03042017-135225/publico/Tese_Completa_Paulo_Sergio_Duarte_da_Rocha_Junior)  
Último acesso em: 1º set. 2022.

Creio que para que houvesse respaldo a que o presidente e os diretores da CVM agissem de forma efetivamente colegiada em questões repetitivas, respeitando o entendimento prévio definido pelo próprio colegiado da autarquia em detrimento de eventuais posições individuais divergentes, deveria haver uma mudança no regimento interno da CVM.

A lei nº 6.385/76, em seu artigo 6º, § 7º, diz que a CVM funcionará como órgão de deliberação colegiada de acordo com seu regimento interno, e no qual serão fixadas as atribuições do presidente, dos diretores e colegiado.

Assim, penso que o Regimento Interno da CVM poderia prever a possibilidade de que determinadas decisões do colegiado, dentro de determinados parâmetros, pudessem ser tomadas com força de repercussão geral para temas de notória relevância para o mercado.

Haveria um caminho alternativo razoável? Não o vejo. Um caminho possível seria dar mais longevidade ao mandato do presidente e dos diretores da CVM. Não creio que seja essa a melhor direção. A duração dos mandatos dos membros do colegiado da CVM é definida pela Lei nº 10.411, de 26 de fevereiro de 2002 e guarda similaridade com a sistemática de outras autarquias e de agência reguladoras do Governo Federal.

Tão pouco resolveria conceder autonomia hierárquica à CVM, pois tal medida, por si só, não implica em alongar o mandato de sua alta administração. Sem falar que tal iniciativa já feito tentada, sem sucesso. Em 2001, quando da tramitação do projeto que veio a se transformar na Lei nº 10.303 que trouxe um conjunto relevante de alterações à lei das sociedades anônimas, o congresso nacional aprovou a redação de um artigo do projeto de lei que concedia independência à CVM. Fernando Henrique Cardoso, então Presidente da República, vetou referido artigo.

Reforço, portanto, minha percepção de que aparelhar o colegiado da CVM com a autoridade de emitir súmulas administrativas sobre temas conceituais relevantes do mercado de capitais prestigiaria a formação de maior colegialidade em suas decisões.

Caso já estivesse investida de tais poderes a CVM poderia, por exemplo, ter usado tal prerrogativa para afirmar, em caráter vinculante e com aplicação geral, que o conflito de que trata o artigo 115, §1º, da Lei das sociedades anônimas é formal, e não material. E assim não estaríamos mais carregando o insustentável peso da insegurança que ainda recai sobre uma questão conceitual que deveria ser resolvida com simplicidade e segurança, como bem colocado por Calixto Salomão Filho ao comentar a decisão do caso Tractebel.<sup>327</sup>

## 5. O PODER NORMATIVO DA CVM

A Constituição Federal e a Lei nº 6.385/76 concedem à CVM o poder de editar normas no exercício de suas diversas funções. Essas normas podem ser gerais ou individuais e podem ser concretas ou abstratas. Quanto a essas duas afirmações, podemos dizer que a doutrina é unívoca.

Pisaremos agora em um terreno um pouco menos pavimentado e de direcionamento doutrinário ainda polêmico. Através da produção normativa referida há pouco a autarquia pode definir ou detalhar o

---

327 “Soluções jurídicas parecem mais simples e naturais quando desencapadas das – muitas vezes inútil – vestimenta teórica e formuladas em termos simples.

É o caso do conflito de interesses e de sua aplicação no sentido formal, como proibição de voto, sentido no qual o sistema brasileiro, após 25 anos de cegueira, parece mover-se. Independentemente de toda a justificativa prática e teórica discutida acima, a verdade é que se trata, nada mais nada menos, de uma regra de conteúdo ético básico a ser aplicada no mundo empresarial ou fora dele.

A contraprova disso tive há pouco tempo, em uma conversa com meu filho de 8 anos. Por acaso, viu um texto meu em que falava de conflito de interesses, com aquele desagradável linguajar teórico tão típico do direito, e perguntou-me o que significava.

Ciente de minha pouca clareza, pensei em um exemplo para explicar-me. Perguntei a ele como se comportaria se quisesse vender um livro ou objeto qualquer para a sua classe na escola e a classe fosse se reunir para deliberar o assunto. Indaguei se gostaria de participar ou não da deliberação.

A resposta veio pronta: - De jeito nenhum. Eu me envergonharia.

Toda a construção teórica feita a favor ou contra o reconhecimento da proibição de voto perderia utilidade se o mundo empresarial apenas e simplesmente, sem floreios, adotasse os padrões éticos do mundo infantil e sentisse vergonha das situações de conflito de interesses.”

(FILHO, Calixto Salomão. **O Novo Direito Societário**, São Paulo: Editora Malheiros, 2015, 4ª edição, pág. 125)

conteúdo de princípios e regras fixados em leis referentes ao mercado de capitais, podendo também suprir ausências ou omissões desses mesmos corpos de leis. Temos aqui uma competência híbrida, que permite tanto a atividade de regulamentação quanto a de regulação, entendida a primeira como aquela que se limita a explicitar regras legais, dando-lhes operatividade e a segunda como a que permite que a CVM preencha lacunas advindas de situações novas. O poder regulamentador e o poder regulador.<sup>328</sup>

Há, naturalmente, limites ao exercício desse poder e aqui enveredamos por um terreno ainda mais instável e movediço<sup>329</sup>. Posicionamo-nos com a doutrina que identifica referidos limites no artigo 4º da Lei nº 6.385/76 e na Constituição Federal<sup>330</sup>. Contudo, o contínuo exercício da atividade normativa pela CVM permite que esse limite seja gradualmente definido, *in concreto*, pelo Supremo Tribunal Federal.<sup>331</sup>

---

328 Sobre o tema, discorrendo acerca das quatro teorias sobre o poder normativo das agências governamentais, leia-se: ROSA, Maria Eduarda Fleck da. **O poder normativo da Comissão de Valores Mobiliários**. 2012. Dissertação (Mestrado) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2012, p. 61 a 70. Disponível em: [https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-20032013-140738/publico/DISSERTACAO\\_COMPLETA\\_FD\\_Maria\\_Eduarda\\_Fleck\\_da\\_Rosa.pdf](https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-20032013-140738/publico/DISSERTACAO_COMPLETA_FD_Maria_Eduarda_Fleck_da_Rosa.pdf) Último acesso em: 1º set. 2022.

329 Em recente e pormenorizado estudo, Victor Della Dea Barone analisa esses limites e ressalta com perspicácia a despercebida importância da pouco usada figura do Parecer de Orientação CVM como ferramenta de incremento de segurança jurídica e de estabilidade para o mercado de capitais.

BARONE, Victor Della Dea. **Orientação, Indução e os limites da Regulação: o papel do Parecer de Orientação da CVM**.

Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=4189991>,

Último acesso: 1º set. 2022.

330 GUERREIRO, José Alexandre Tavares, **Sobre o poder disciplinar da CVM**, in Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, São Paulo, v. 43, 1981, p. 66-68.

331 Recentemente tivemos importante decisão judicial que enfaticamente reafirmou a competência da CVM para definir regras que materializem o exercício das funções normativa e reguladora da autarquia. Em 22 de setembro de 2020, o Supremo Tribunal Federal, por sua composição plenária, em julgamento de Recurso Extraordinário em Mandado de Segurança (RE nº 902.261/SP) impetrado por Ernst & Young Auditores Independentes contra ato coator alegadamente praticado pela CVM, sendo relator o Ministro Alexandre de Moraes, decidiu por denegar a segurança pleiteada pelo impetrante, afirmando que as regras fixadas pela autarquia na Instrução Normativa nº 308/99, antes de configurarem afronta ao direito de livre exercício da profissão ou da

Cabe aqui dizer que toda norma concreta produzida pela CVM em decisão emanada de seu colegiado representa um precedente administrativo<sup>332</sup>.

A Lei de Introdução às Normas do Direito Brasileiro (LINDB, Decreto-Lei nº 4.657, de 4 de setembro de 1942) dispõe no *caput* de seu artigo 30 que “as autoridades públicas devem atuar para aumentar a segurança jurídica na aplicação das normas, inclusive por meio de regulamentos, **súmulas administrativas** e respostas a consultas”.

Em seu parágrafo único, referido artigo estabelece ainda que “os instrumentos previstos no *caput* deste artigo **terão caráter vinculante em relação ao órgão ou entidade a que se destinam**, até ulterior decisão”.

Esse comando normativo não existia na redação original da anteriormente denominada Lei de Introdução do Código Civil Brasileiro. O artigo foi introduzido pela Lei nº 13.665, de 25 de abril de 2018, norma relativamente recente, promulgada com a finalidade explicitamente declarada de incluir na LINDB disposições sobre segurança jurídica e eficiência na criação e aplicação do direito público.

Fato é que o artigo 30 da LINDB estabelece comando inequívoco às autoridades públicas para que aumentem a segurança jurídica em sua atuação normativa, com referência explícita para a utilização da

---

livre iniciativa, revelavam medidas preventivas, adotadas no estrito cumprimento das funções normativa e reguladora da CVM, em benefício da sociedade, com respaldo na Lei nº 6.385/76 e em observância aos princípios que regem a ordem econômica previstos no artigo 170 da Constituição Federal. Sob o Tema 969, o Pleno do STF fixou a seguinte tese de repercussão geral: “Os artigos 23 e 27 da Instrução 308/1999 da Comissão de Valores Mobiliários, ao estabelecerem restrições razoáveis, proporcionais e adequadas ao exercício da atividade de auditoria independente, prestada às companhias sujeitas à sua fiscalização, são constitucionais, à luz dos arts. 5º, incs. II e XIII, 84, incs. II e VI, 87, parágrafo único e inc. II, 88, 170 e 174 da Constituição Federal de 1988”.

332 Para José Rogério Cruz e Tucci, o precedente nasce como a regra aplicada a um caso concreto e, em seguida, terá ou não o destino de tornar-se a regra de uma série de casos análogos. TUCCI, José Rogério Cruz e. **Precedente judicial como fonte de direito**. São Paulo: Editora RT, 2004, p.8.

figura da súmula administrativa, à qual fica atribuído, igualmente de forma inequívoca, caráter vinculante.<sup>333</sup>

## 6. CONCLUSÃO

Há quarenta e cinco anos a CVM desempenha com eficiência atribuições extremamente relevantes para o bom funcionamento de nosso mercado de capitais.

Percebe-se, todavia, em algumas questões conceituais relevantes e recorrentes, a incapacidade de formação de uma decisão administrativa sólida, perene, verdadeiramente balizadora do mercado, definidora de um entendimento permanente da autarquia.

A implantação de um mecanismo de expedição de súmulas administrativas pela CVM, com força vinculante e de observância mandatória, seria um importante passo de afirmação da autoridade de suas decisões e da segurança jurídica como princípio de direito.

---

333 A esse respeito, confira-se: HEINEN, Juliano, **Precedente administrativo ou jurisprudência administrativa: a força normativa do art. 30 da Lei de Introdução às normas do Direito Brasileiro**. Revista da Faculdade de Direito da UFPR, Curitiba, v. 66, n. 1, p. 156, jan./abr. 2021.

## REFERÊNCIAS:

BARONE, Victor Della Dea. **Orientação, Indução e os limites da Regulação: o papel do Parecer de Orientação da CVM**. Disponível em <https://ssrn.com/abstract=4189991> Último acesso: 1º set. 2022.

FILHO, Calixto Salomão. **O novo Direito Societário**, Editora Malheiros, 4ª edição, 2015, pág. 125.

GUERREIRO, José Alexandre Tavares, **Sobre o poder disciplinar da CVM**. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, São Paulo, v. 43, 1981, p. 66-68; Rosa,

HEINEN, Juliano, **Precedente administrativo ou jurisprudência administrativa: a força normativa do art. 30 da Lei de Introdução às normas do Direito Brasileiro**. Revista da Faculdade de Direito da UFPR, Curitiba, v. 66, n. 1, p. 156, jan./abr. 2021.

JÚNIOR, Paulo Sérgio Duarte da Rocha. **Distinção e Revogação de Precedentes no Direito Brasileiro**. 2013. Tese (Doutorado) – Universidade de São Paulo, São Paulo. Disponível em: [https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2137/tde-03042017-135225/publico/Tese\\_Completa\\_Paulo\\_Sergio\\_Duarte\\_da\\_Rocha\\_Junior.pdf](https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2137/tde-03042017-135225/publico/Tese_Completa_Paulo_Sergio_Duarte_da_Rocha_Junior.pdf) Último acesso em: 1º set. 2022.

NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. **Conflito de interesses no exercício do direito de voto nas sociedades anônimas (1ª parte)**. Revista do direito Bancário de do Mercado de Capitais. São Paulo: RT, n. 24, abr./jun. 2004, p. 82. Republicado *in* Temas de Direito Empresarial. São Paulo: Quartier Latin, 2022, p.39.

ROSA, Maria Eduarda Fleck da. **O poder normativo da Comissão de Valores Mobiliários**. 2012. Dissertação (Mestrado) – Universidade de São Paulo, São Paulo, p. 61 a 70. Disponível em: [http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2137/tde-03042017-135225/publico/Tese\\_Completa\\_Paulo\\_Sergio\\_Duarte\\_da\\_Rocha\\_Junior.pdf](http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2137/tde-03042017-135225/publico/Tese_Completa_Paulo_Sergio_Duarte_da_Rocha_Junior.pdf)

[usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-20032013-140738/pt-br.php](http://usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-20032013-140738/pt-br.php) Último acesso em: 1º set. 2022.

TUCCI, José Rogério Cruz e. **Precedente judicial como fonte de direito**. São Paulo: Editora RT, 2004, p.8.