

**REVISTA SEMESTRAL DE
DIREITO EMPRESARIAL**

Nº 34

Publicação do Departamento de Direito Comercial e do Trabalho
da Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro

Rio de Janeiro
Janeiro / Junho de 2024

Publicação do Departamento de Direito Comercial e do Trabalho da Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro

EDITORES: Sérgio Campinho (Graduação, UERJ, Brasil) e Mauricio Moreira Menezes (Doutor, UERJ, Brasil).

CONSELHO EDITORIAL: Alexandre Ferreira de Assumpção Alves (Doutor, UERJ, Brasil), Ana Frazão (Doutora, UNB, Brasil), António José Avelãs Nunes (Doutor, Universidade de Coimbra, Portugal), Carmen Tiburcio (Doutora, UERJ, Brasil), Fábio Ulhoa Coelho (Doutor, PUC-SP, Brasil), Jean E. Kalicki (Doutor, Georgetown University Law School, Estados Unidos), John H. Rooney Jr. (Doutor, University of Miami Law School, Estados Unidos), Jorge Manuel Coutinho de Abreu (Doutor, Universidade de Coimbra, Portugal), Luiz Edson Fachin (Doutor, UFPR, Brasil), Marie-Hélène Monsérié-Bom (Doutora, Université Paris 2 Panthéon-Assas, França), Paulo Fernando Campos Salles de Toledo (Doutor, USP, Brasil), Peter-Christian Müller-Graff (Doutor, Ruprecht-Karls Universität Heidelberg, Alemanha) e Werner Ebke (Doutor, Ruprecht-Karls-Universität Heidelberg, Alemanha).

CONSELHO EXECUTIVO: Carlos Martins Neto (Doutor, UERJ, Brasil) e Mariana Pinto (Doutora, UERJ, Brasil) – Coordenadores. Guilherme Vinseiro Martins (Doutor, UFMG, Brasil), Leonardo da Silva Sant’Anna (Doutor, FIOCRUZ, Brasil), Livia Ximenes Damasceno (Mestre, Centro Universitário Christus, Brasil), Mariana Campinho (Mestre, Columbia Law School, Estados Unidos), Mariana Pereira (Pós-graduada, UERJ, Brasil), Mauro Teixeira de Faria (Doutorado em andamento, UERJ, Brasil), Nicholas Furlan Di Biase (Mestre, UERJ, Brasil) e Rodrigo Cavalcante Moreira (Mestre, UERJ, Brasil).

PARECERISTAS DESTES NÚMERO: Angelo Prata de Carvalho (Doutor, UnB, Brasil), Carlos Eduardo Koller (Doutor, PUC-PR, Brasil), Fernanda Versiani (Doutora, UFMG, Brasil), Gerson Branco (Doutor, UFRS, Brasil), Jacques Labrunie (Doutor, PUC-SP, Brasil), Maíra Fajardo Linhares Pereira (Doutora, UFJF, Brasil), Marcelo de Andrade Féres (Doutor, UFMG, Brasil), Marcelo Luar Leite (Doutor, UFERSA, Brasil), Rafael Vieira de Andrade de Sá (Mestre, FGV-SP, Brasil), Raphaela Magnino Rosa Portilho (Doutora, UERJ, Brasil), Ricardo Villela Maíra Alves da Silva (Doutor, UERJ, Brasil), Sergio Marcos Carvalho de Ávila Negri (Doutor, UFJF, Brasil), Thalita Almeida (Doutorado em andamento, UERJ, Brasil), Uinie Caminha (Doutora, UNIFOR, Brasil) e Victor Willcox de Souza Rancaño Rosa (Doutor, UERJ, Brasil).

Contato: Av. Rio Branco, nº 151, grupo 801, Centro – Rio de Janeiro-RJ. CEP: 20.040-006. E-mail: rsde@rsde.com.br ou conselho.executivo@rsde.com.br. Telefone (21) 3479-6100.

PATROCINADORES:



ISSN 1983-5264

CIP-Brasil. Catalogação-na-fonte
Sindicato Nacional dos Editores de Livros, RJ.

Revista semestral de direito empresarial. — nº 34 (janeiro/junho 2024)
. — Rio de Janeiro: Renovar, 2007-.

v.

UERJ
Campinho Advogados
Moreira Menezes, Martins Advogados

Semestral

1. Direito — Periódicos brasileiros e estrangeiros.

94-1416.

CDU — 236(104)



Obra Licenciada em Creative Commons
Atribuição - Uso Não Comercial - Compartilhamento
pela mesma Licença

CONTROLE JUDICIAL E DEFERÊNCIA – DECISÕES DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS E DO CONSELHO DE RECURSOS DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL – ANÁLISE EMPÍRICA E AVALIAÇÃO CRÍTICA¹

JUDICIAL CONTROL AND DEFERENCE – DECISIONS OF THE BRAZILIAN SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION AND THE NATIONAL FINANCIAL SYSTEM APPEAL COUNCIL – CRITICAL ANALYSIS AND DEFERENCE

*Igor Muniz**

Resumo: Neste artigo, é explorado o tema da *deferência* do Poder Judiciário às decisões administrativas colegiadas tomadas pela Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) e revistas pelo Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (“CRSFN”) no julgamento de processos administrativos sancionadores bem como se tal nível de *deferência* será maior ou menor quando a decisão objeto de questionamento tiver sido tomada, no âmbito do CRSFN, por voto duplo de qualidade. Para tanto, são analisadas as fundamentações das decisões dos tribunais brasileiros relativas a decisões da CVM e/ou do CRSFN, procurando-se a sua sistematização. Ao final do trabalho, é apresentada a conclusão.

Palavras-chave: Regulação. Controle jurisdicional. Poder de Polícia.

Abstract: In this paper, the theme of deference of the Judiciary Power to collective administrative decisions held by the Brazilian Se-

¹ Artigo recebido em: 26.03.2024 e aceito em 02.05.2024.

* Mestrando em Direito da Regulação pela Faculdade de Direito da FGV-RJ. Presidente da Comissão Especial de Mercado de Capitais do Conselho Federal da OAB. Membro Titular do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. E-mail: igmuniz@hotmail.com

curities and Exchange Commission (*Comissão de Valores Mobiliários* - CVM) and reviewed by the Council of Appeals of the National Financial System (*Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional* - CRSFN) in the judgment of sanctioning administrative proceedings is explored. It also examines whether such level of deference will be higher or lower when the questioned decision has been held, within the CRSFN, by double casting vote. At the end of the paper, the reasoning of Brazilian court decisions related to the CVM and/or CRSFN will be analyzed, seeking their systematization. Finally, we present our conclusion.

Keywords: Regulation. Judicial Review. Police Power.

Sumário: Introdução. 1. As competências da Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”). 2. Controle judicial de decisões administrativas complexas. 3. Tribunal Regional Federal da 2ª Região (“TRF2”). 4. Tribunal Regional Federal da 3ª Região (“TRF3”). 5. Tribunais Regionais Federais da 4ª e da 5ª Região (“TRF4” e “TRF5”). 6. Superior Tribunal de Justiça (“STJ”). 7. A posição dos magistrados de 1º grau. Conclusão.

Introdução

Neste artigo, pretende-se explorar a temática da *deferência* do Poder Judiciário às decisões administrativas colegiadas tomadas pela Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) e pelo Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (“CRSFN”) no julgamento de processos administrativos sancionadores e observar em que medida tal nível de *deferência* será maior ou menor quando a decisão objeto de questionamento tiver sido tomada, no âmbito do CRSFN, por voto duplo de qualidade.

Na hipótese, serão objeto de pesquisa as decisões judiciais proferidas no âmbito do controle jurisdicional sobre os julgamentos da CVM e do CRSFN.

Ao final, será feita sistematização das decisões e análise crítica de seu conteúdo.

1. As competências da Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”).

Na Mensagem Presidencial nº. 203, de 2 de agosto de 1976, do então Presidente Ernesto Geisel, que encaminha ao Congresso Nacional a Exposição de Motivos elaborada pelo, à época, Ministro da Fazenda, Mário Henrique Simonsen, acompanhada dos projetos de lei que originaram, posteriormente, a Lei nº. 6.385/76 e a Lei nº. 6.404/76, consta que:

O texto anexo forma, em conjunto com o projeto de lei das sociedades por ações, um corpo de normas jurídicas destinadas a fortalecer as empresas sob controle de capitais privados nacionais. Com tal objetivo, ambos procuram assegurar o funcionamento eficiente e regular do mercado de valores mobiliários, propiciando a formação de poupanças populares e sua aplicação no capital dessas empresas.

O projeto de lei das sociedades por ações pressupõe a existência de novo órgão federal - a Comissão de Valores Mobiliários - com poderes para disciplinar e fiscalizar o mercado de valores mobiliários e as companhias abertas.

A experiência demonstrou que a defesa da economia popular e o funcionamento regular do mercado de capitais exigem a tutela do Estado, com a fixação de normas para emissão de títulos destinados ao público, divulgação de dados so-

bre a companhia emitente e negociação dos títulos no mercado. Além disso, é necessário que agência governamental especializada exerça as funções de polícia do mercado, evitando as distorções e abusos a que está sujeito.

[...]

O projeto institui a Comissão de Valores Mobiliários - CVM, com a função de disciplinar o mercado de títulos privados - ações, debêntures e outros - sob a orientação e coordenação do Conselho Monetário Nacional. O campo de ação da CVM se estende às companhias abertas, aos intermediários e a outros participantes do mercado.

A Comissão de Valores Mobiliários será uma autarquia, vinculada ao Ministério da Fazenda (art. 5º), administrada por um presidente e quatro diretores, nomeados pelo Presidente da República e demissíveis ad nutum.

[...]

Semelhantemente ao disposto na legislação atual (Lei nº 4.728), porém de modo mais completo, o art. 17 da lei proposta regula a emissão pública de valores mobiliários no mercado, proibindo qualquer atividade de distribuição (oferta, subscrição, venda, etc.), sem que a emissão esteja registrada na CVM. Objetiva-se com tal registro obrigar a companhia emissora a revelar ao mercado fatos relativos a sua situação econômica e financeira, possibilitando aos investidores uma avaliação correta dos títulos oferecidos.

O art. 20 dá à Comissão poderes para expedir normas sobre as companhias abertas (ou seja, as companhias cujos valores mobiliários estejam admitidos à negociação na bolsa ou no mercado de balcão). Essas normas, que dizem respeito às informações que as companhias devam divulgar, à compra e venda de ações emitidas pela própria

companhia e a outras matérias, integram o sistema de proteção do público investidor.

No mesmo sentido, o projeto contempla normas sobre a administração de carteiras de valores mobiliários de outras pessoas (art. 21); a custódia de valores mobiliários (art. 22); a auditoria externa das companhias abertas (art. 24); e os serviços de consultores e analistas de valores mobiliários (art. 25).²

Em sua redação original, a Lei nº. 6.385/76 previa o que segue sobre a constituição da CVM:

Art. 5º É instituída a Comissão de Valores Mobiliários, entidade autárquica, vinculada ao Ministério da Fazenda.

Art. 6º A Comissão de Valores Mobiliários será administrada por um presidente e quatro diretores, nomeados pelo Presidente da República, dentre pessoas de ilibada reputação e reconhecida competência em matéria de mercado de capitais.

§ 1º O presidente e os diretores serão substituídos, em suas faltas, na forma do regimento interno, e serão demissíveis *ad nutum*.³

Posteriormente, o dispositivo foi alterado pela Lei nº 10.411/2002, para prescrever o seguinte:

Art. 5º. É instituída a Comissão de Valores Mobiliários, entidade autárquica em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, com personalidade jurídica e patrimônio próprios, dotada de autoridade administrativa independente, au-

2 CVM. *Mensagem nº 203*, 1976. Disponível em: www.cvm.gov.br. Acesso em 29 jul. 2023.

3 Sem grifos no original.

sência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, e autonomia financeira e orçamentária.

Art. 6º. A Comissão de Valores Mobiliários será administrada por um Presidente e quatro Diretores, nomeados pelo Presidente da República, depois de aprovados pelo Senado Federal, dentre pessoas de ilibada reputação e reconhecida competência em matéria de mercado de capitais.

§ 1º O mandato dos dirigentes da Comissão será de cinco anos, vedada a recondução, devendo ser renovado a cada ano um quinto dos membros do Colegiado.

§ 2º Os dirigentes da Comissão somente perderão o mandato em virtude de renúncia, de condenação judicial transitada em julgado ou de processo administrativo disciplinar.

§ 3º Sem prejuízo do que prevêem a lei penal e a lei de improbidade administrativa, será causa da perda do mandato a inobservância, pelo Presidente ou Diretor, dos deveres e das proibições inerentes ao cargo.

§ 4º Cabe ao Ministro de Estado da Fazenda instaurar o processo administrativo disciplinar, que será conduzido por comissão especial, competindo ao Presidente da República determinar o afastamento preventivo, quando for o caso, e proferir o julgamento.

[...]"

Após a alteração acima indicada, passou-se a sustentar que a CVM deteria as características de uma autêntica agência reguladora. Nesse sentido, o entendimento de Marcelo Barbosa, ex-Presidente da entidade:

Além do alargamento de seu escopo de competência e de seus mecanismos de atuação, a Co-

missão de Valores Mobiliários passou, com a edição da Lei nº 10.411/02 (resultante da conversão da Medida Provisória nº 80, por relevante alteração de natureza estrutural. [...] A expressa menção à *ausência de subordinação hierárquica* [constante do artigo 5º da Lei nº 6.385/76, após a alteração citada], bem como a autonomia financeira e orçamentária e a independência patrimonial claramente indicam a orientação, adotada pelo legislador, de fortalecimento da CVM como instituição. A garantia de mandatos fixos e estabilidade para os Diretores também tem significado importante, na medida em que ao Colegiado (formado pelos Diretores) cabe o julgamento de processos administrativos sancionadores. [...] Com as mudanças trazidas pela reforma de 2001, a CVM passou a ter todas as características de *agência reguladora*. Embora não haja o reconhecimento legal expresso da CVM como tal, ao contrário do que ocorre com outras entidades encarregadas da atuação estatal nos mais diversos setores, em todo o restante a CVM se identifica com a figura de uma *agência*. Afinal, tanto quanto qualquer das agências assim denominadas, a CVM exerce o papel estatal da disciplina, fiscalização e sanção no âmbito do mercado de valores mobiliários, um campo onde é inegável o interesse público. Do mesmo modo, assim como ocorre com as demais agências, os dirigentes da CVM são nomeados pelo Presidente da República para cumprir mandatos por prazo determinado. Por fim, a independência patrimonial, financeira e orçamentária da CVM completam o elenco de características de autêntica agência reguladora.⁴

4 BARBOSA, Marcelo. Apontamentos sobre Poder de Polícia e Competência da Comissão de Valores Mobiliários. In: CANTIDIANO, Luiz Leonardo e MUNIZ, Igor. *Temas de Direito Bancário*

Em sentido contrário, entendendo que a CVM não detém as características necessárias para ser classificada como autêntica agência reguladora independente, Alexandre Aragão, que destaca:

A nosso ver, contudo, este importante reforço da autonomia orgânica da CVM não foi suficiente para transformá-la em agência reguladora independente, uma vez que a sua autonomia funcional continua comprometida pelo fato de contra as suas decisões permanecer cabível recurso administrativo externo para o Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, órgão integrante da estrutura do Ministério da Fazenda (art. 11, §4º, Lei nº 6.385/76) e [...] apenas a conjunção da autonomia orgânica com a funcional caracteriza a independência ou autonomia reforçada própria das agências reguladoras independentes.⁵

Na mesma linha, entende Sérgio Guerra:

Contra as decisões da CVM que apliquem penalidades, nos termos da referida lei, cabe recurso hierárquico impróprio ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. Esse fato, por si só, diferencia a CVM das agências reguladoras haja vista que tanto nas leis de criação das agências quanto na lei geral não há previsão expressa

rio e do Mercado de Capitais. 1ª edição, Rio de Janeiro: Renovar, 2014, p. 91-92. Sublinhado.

5 ARAGÃO, Alexandre. *Agências Reguladoras e a Evolução do Direito Administrativo Econômico*. 2ª edição, Rio de Janeiro: Forense, 2006. p. 303-304. Para o autor, as principais notas das agências reguladoras independentes são “a atribuição de competências regulatórias, a impossibilidade de exoneração *ad nutum* dos seus dirigentes, a organização colegiada, a formação técnica, e a impossibilidade de recursos hierárquicos impróprios, sendo que apenas a conjugação destes elementos resultará na conceituação de uma entidade como agência reguladora independente.” (*Ibidem*, p. 299, sem grifos no original).

de que os atos administrativos ensejadores de aplicação de penalidades poderão ser revistos, em sede recursal, por outro órgão.⁶

A despeito da controvérsia sobre a qualificação jurídica da CVM como agência reguladora independente, há de se destacar que esta ocupa relevantíssima posição na estrutura do mercado de capitais brasileiro. Conforme se extrai da exposição de motivos anteriormente transcrita, a CVM foi criada como o objetivo de *regular*⁷ o mercado de capitais, expedindo regras sobre registro de companhias abertas e de emissões públicas de valores mobiliários, administradores de carteiras, auditoria externa de companhias abertas, analistas de investimento, entre outras funções, além de lhe ter sido conferida ampla competência para regular diversos dispositivos da Lei nº. 6.404/76 no que se refere às companhias abertas, conforme se extrai dos artigos 2º, 8º; 18; 19, §5º; 21, §§ 5º e 6º; 21-A, 22, §1º, todos da Lei nº. 6.385/76.

6 GUERRA, Sérgio. *Agências Reguladoras: da organização administrativa piramidal à governança em rede*. 2ª edição. Belo Horizonte: Fórum, 2022. p. 288.

7 Odete Medauar, ao tratar da regulação, busca compilar várias definições sobre o termo colhidas da doutrina nacional e estrangeira. Entre elas, destaca-se, pela sua clareza, a que segue: “Para Salvatore Cattaneo a regulação implica conjunto de poderes e deveres que apresenta variações relativas à especificidade do setor, mas oferece algumas características constantes: a) observação permanente sobre as atividades do setor; b) coleta e difusão de informações; c) emanção de pareceres; d) emanção de recomendações ou diretrizes aos agentes; e) determinações relativas às condições dos serviços e das tarifas; f) investigação e controle quanto ao cumprimento dos deveres pelos agentes; g) decisões sobre controvérsias e conflitos; h) medidas para execução de suas decisões; i) busca de soluções negociadas, reduzindo a necessidade do uso de medidas sancionatórias (a estrutura autônoma especializada do ente regulador torna possível essa atuação)” (MEDAUAR, Odete. *O Direito Administrativo em Evolução*. Brasília: Editora Gazeta Jurídica, 2017. p. 333-334).

Carlos Ari Sunfeld, por sua vez, esclarece que “não há conceito jurídico exato de regulação pública, ideia de contornos relativamente incertos e flutuantes, inclusive na legislação. Mas, em geral, no âmbito jurídico essa expressão tem servido para designar o conjunto das intervenções estatais, principalmente sobre os agentes econômicos, e, portanto, o conjunto de condicionamentos jurídicos a que essas intervenções se sujeitam e de mecanismos jurídicos que essas intervenções geram.” (SUNDFELD, Carlos Ari. *Direito Público e Regulação no Brasil*. In: GUERRA, Sérgio. *Regulação no Brasil: uma visão multidisciplinar*. 1ª edição, Rio de Janeiro: Editora FGV, 2014, p. 113).

Muito antes do movimento de *agenciamento* que se instaurou no Brasil na década de 1990,⁸ a CVM já detinha amplos poderes de regulação. Embora, em algumas passagens da Lei nº 6.385/76, se fale em “regulamentar” as matérias ali previstas (como no artigo 8º, I) e, em outras, em “expedir normas para a execução” do que consta em determinados artigos (como no §5º do artigo 19 e no § 6º do artigo 21), a amplitude das normas expedidas pela CVM a título de “regulamentar” determinados dispositivos da Lei nº 6.385/76 e da Lei nº 6.404/76 evidencia que a CVM, desde a sua instauração, exerce verdadeira regulação⁹ do mercado de capitais e das companhias abertas,

8 Como esclarece Sérgio Guerra, “o modelo das agências reguladoras, no Brasil, é recente e não é genuíno. Surgiu na década de 1990, sendo implementado em um momento de reestruturação do papel do Estado em relação à intervenção econômica. Ocorreu durante o governo do Presidente Fernando Henrique Cardoso, sob a direção de Luiz Carlos Bresser-Pereira. [...] Naquela fase, a segregação de competências entre a administração pública direta e a indireta para a regulação autônoma de utilidades públicas estratégicas (telefonia, energia elétrica etc.) apresentou-se como sendo fundamental para: (i) criar um ambiente propício à segurança jurídica dos contratos com o Estado e a atração de capital privado (notadamente estrangeiro); e (ii) descentralizar a governança estatal sob temas complexos e preponderantemente técnicos, emprestando-lhes certa previsibilidade e tornando-as menos suscetíveis aos embates e interesses políticos/partidários típicos das rotinas do Congresso Nacional. [...] Trazendo novidades aos direitos constitucional e administrativo brasileiro, as agências nacionais foram criadas sob a natureza autárquica especial, com as seguintes características: órgão colegiado, mandato fixo e em prazos escalonados para seus dirigentes, autonomia administrativa e decisória, congregando funções executivas, normativas e judicantes.” (GUERRA, Sérgio. *Agências Reguladoras: da organização administrativa piramidal à governança em rede*. 2ª edição, Belo Horizonte: Fórum, 2022. p. 39-40).

9 Como ensina Sérgio Guerra, “[...] “regular” abrange outros institutos diversos e muito mais densos do que a “regulamentação” de uma lei, seja de execução ou autônoma. Nas palavras de Caio TÁCITO, a função regulamentar detida pelo chefe do Poder Executivo não é somente reproduzir analiticamente a lei, mas ampliá-la e completá-la, segundo seu espírito e seu conteúdo, sobretudo nos aspectos que a própria lei, expressa ou implicitamente, outorga à esfera regulamentar. Por outro lado, a função regulatória (ou reguladora) visa realizar o gerenciamento de múltiplos e antinômicos interesses da sociedade, traduzindo-se “em restrições à autonomia privada para evitar que o exercício abusivo de certas prerrogativas ponha em risco a realização de outros valores.” [...] A regulamentação cometida a chefes de Estado ou governo é uma função política, voltada a interesses de governo, que visa impor regras de caráter secundário em complementação às normas legais (primárias), com o objetivo de explicitá-las e dar-lhes execução. A regulação é uma função administrativa, que não decorre da prerrogativa do poder político, e, sim da abertura da lei (maleabilidade normativa, com *standards* e princípios

ainda que a lei de sua criação, fruto de uma época em que tal debate talvez ainda não estivesse suficientemente maduro no País, tenha preferido explicitar, de forma detalhada, as competências da CVM, ao invés de adotar a técnica de fixar standards,¹⁰ dentro dos quais haveria ampla margem de atuação da agência.

Ao lado da função reguladora, a CVM exerce poder de polícia¹¹ sobre o mercado de capitais, podendo, no exercício de sua ati-

inteligíveis) para que o agente regulador pondere, de modo neutro, os interesses concorrentes em conflitos setoriais, sejam eles potenciais ou efetivos, com preocupações sistêmicas e prospectivas. [...] Diante desses argumentos, a competência normativa exercida pelas entidades reguladoras, que não interfere no sistema de separação de poderes e considerando-se a proeminência da instituição legislativa para a positivação de regras jurídicas [...] é inconfundível tanto com a lei quanto com o “poder regulamentar”, executivo ou autônomo, de competência do chefe do Poder Executivo.” (GUERRA, Sérgio. *Discrecionariade, Regulação e Reflexividade* – uma nova teoria sobre as escolhas administrativas. 6ª edição, Belo Horizonte: Fórum, 2021. p. 239-240, sem grifos no original).

10 Alexandre Aragão assevera que “as leis instituidoras das agências reguladoras integram, destarte, a categoria das leis-quadro (lois-cadre) ou standartizadas, próprias das matérias de particular complexidade técnica e dos setores suscetíveis a constantes mudanças econômicas e tecnológicas. [...] Podemos ver, com efeito, que, apesar da maior ou menor magnitude de poder normativo legalmente outorgado nas suas esferas de atuação, todas as agências reguladoras – umas mais e outras menos – possuem competências normativas calcadas em standards, ou seja, em palavras dotadas de baixa densidade normativa, às vezes meramente habilitadoras, devendo exercer estas competências na busca da realização das finalidades públicas – também genéricas – fixadas nas suas respectivas leis.” (ARAGÃO, Alexandre. *Agências Reguladoras e a Evolução do Direito Administrativo Econômico*. 2ª edição, Rio de Janeiro: Forense, 2006. p. 408, sem grifos no original).

Sérgio Guerra, tratando da experiência norte-americana, que inspirou, em parte, o modelo de agencificação adotado no Brasil, destaca: “A Suprema Corte vem deixando vincado, ao longo dos tempos, que as leis ao conferirem função normativa às agências não podem, simplesmente, representar um cheque em branco (*too vague*); devem conter *standards* e princípios claros (*intelligible principle*) que guiem as ações das agências.” (GUERRA, Sérgio. *Agências Reguladoras: da organização administrativa piramidal à governança em rede*. 2ª edição, Belo Horizonte: Fórum, 2022. p. 85).

11 Sobre o histórico do poder de polícia, Odete Medauar escreve: “Nos primórdios do século XVIII, polícia designa o total da atividade pública interna, sem a justiça e as finanças. [...]” Para a autora, tratava-se de “faculdade estatal de regular tudo o que se encontrava no âmbito do Estado, sem exceção.” Após a Revolução Francesa, com a substituição do Estado de Polícia pelo Estado de Direito, o conceito de Polícia passa a ser entendido como “parte da Adminis-

vidade fiscalizatória, impor a prática de uma série de comportamentos aos agentes de mercado sob sua área de supervisão bem como lhes aplicar penalidades conforme expressamente previsto, entre outros, nos artigos 1º, 8º, III e V, 9º, 11, 16, 19 e 20 da Lei nº 6.385/76.

Carlos Ari Sundfeld¹² denomina o poder de polícia como “Administração ordenadora.” Assim se manifesta o Professor paulista:

Administração ordenadora é a parcela da função administrativa, desenvolvida com o uso do poder de autoridade, para disciplinar, nos termos e para os fins da lei, os comportamentos dos particulares no campo de atividades que lhes é próprio.

tração destinada a manter a ordem, a tranquilidade, a salubridade e o uso livre das coisas públicas.” A expressão “Polícia” foi posteriormente substituída por “Polícia Administrativa” na França (1795). A expressão “poder de polícia” é tradução de *police power* utilizada pela Suprema Corte norte-americana em 1827. No Brasil, a doutrina utiliza pela primeira vez a expressão “poder de polícia” em parecer de Ruy Barbosa (1915) e, posteriormente, na obra de Aurelino Leal (livro *Polícia e Poder de Polícia – 1919*) e passa a ter uso corrente no País. (MEDAUAR, Odete. *Poder de Polícia - origem, evolução, crítica à noção, caracterização*. In: MEDAUAR, Odete; SCHIRATO, Vitor Rhein. *O Poder de Polícia na Atualidade*. 1ª edição, Fórum: Belo Horizonte, 2014. Anuário de 2011 do Centro de Estudos de Direito Administrativo, Ambiental e Urbanístico - CEDAU).

Destaque-se que, hodiernamente, alguns autores, como a própria Professora Odete Medauar, parecem incluir o exercício do poder de polícia na atividade de regulação, conforme se extrai da seguinte passagem de uma de suas obras: “A regulação, na atualidade, abrange: a edição de normas; a fiscalização do seu cumprimento; a atribuição de habilitações (p. ex.: autorização, permissão, concessão); a imposição de sanções; a mediação de conflitos (para preveni-los ou resolvê-los, utilizando variadas técnicas, por exemplo: consulta pública; audiência pública; celebração de compromisso de ajustamento de conduta). Não se inclui necessariamente na atividade regulatória a fixação de políticas para o setor, mas seria viável a contribuição das agências para tanto, com a participação de representantes de todos os segmentos envolvidos.” (MEDAUAR, Odete. *O Direito Administrativo em Evolução*. 3ª edição: Brasília, 2017. p. 334, sem grifos no original).

Sérgio Guerra, analisando a realidade norte-americana, destaca que, “ainda para efeito de classificação, só é considerada agência reguladora quando exercer o poder de polícia.” (GUERRA, Sérgio. *Agências Reguladoras: da organização administrativa piramidal à governança em rede*. 2ª edição, Belo Horizonte: Fórum, 2022. p. 66).

12 SUNDFELD, Carlos Ari. *Direito Administrativo Ordenador*. 1ª edição, São Paulo: Malheiros Editores, 2003. p. 20.

Segundo ele, a administração ordenadora implicaria numa “interferência estatal autoritária sobre a vida privada”¹³ e teria os seguintes caracteres fundamentais: “(a) trata-se de exercício de função administrativa; b) voltado à organização da vida privada; c) dentro de relação genérica; d) com a utilização do poder de autoridade”.¹⁴

Já Vitor Rhein Schirato¹⁵ o define como:

Conjunto de ações estatais que, com amparo no ordenamento jurídico, limitam ou condicionam o exercício de direitos, com vistas a garantir os direitos fundamentais dos cidadãos e, por conseguinte, estabelecer a convivência pacífica e harmônica de todos.

Gustavo Binenbojm,¹⁶ por sua vez, ensina que:

[...] o poder de polícia apresenta-se na atualidade como uma ordenação social e econômica que tem por objetivo conformar a liberdade e a propriedade, por meio de prescrições ou induções, impostas pelo Estado ou por entes não estatais, destinadas a promover o desfrute dos direitos fundamentais e o alcance de outros objetivos de interesse da coletividade, definidos pela via da deliberação democrática, de acordo com as possibilidades e os limites estabelecidos na Constituição. Cuida-se, assim, de um conjunto de

13 *Ibidem*, p. 26.

14 *Idem*.

15 O Poder de Polícia é Discricionário? In: MEDAUAR, Odete; SCHIRATO, Vitor Rhein. *O Poder de Polícia na Atualidade*. 1ª edição, Fórum: Belo Horizonte, 2014. Anuário de 2011 do Centro de Estudos de Direito Administrativo, Ambiental e Urbanístico – CEDAU. p. 36.

16 Poder de polícia, ordenação, regulação: transformações político-jurídicas, econômicas e institucionais do Direito Administrativo Ordenador. 3ª edição, Belo Horizonte: Editora Fórum, 2021, p. 73.

regulações sobre a atividade privadas, desvinculadas ou complementares a relações especiais de sujeição (estatutárias ou contratuais), dotadas ou não de força coercitiva, conforme o caso, que erigem um sistema de incentivos voltados à promoção de comportamentos socialmente desejáveis e ao desestímulo de comportamentos indesejáveis, de acordo com objetivos político-jurídicos predefinidos. Tem-se aqui o campo do chamado direito administrativo ordenador.

No exercício do poder de polícia, como visto, além de impor comportamentos aos indivíduos, por meio de uma “interferência autoritária sobre a vida privada”, a Administração Pública aplica penalidades aos agentes privados, conformando a liberdade de atuação destes.

Tratando especificamente da CVM, verifica-se que esta pode impor penalidades aos agentes de mercado que, nos termos do artigo 11 da Lei nº 6.385/76, incluem desde uma advertência até a inabilitação temporária pelo prazo máximo de 20 anos. Além disso, pode a CVM, após a promulgação da Lei nº 13.506/2017, que alterou o citado artigo 11 da Lei nº 6.385/76, impor pesadas multas àqueles sujeitos à sua “jurisdição”.

Das decisões impostas pela CVM, como visto, cabe a interposição de recurso voluntário ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (“CRSFN”).¹⁷

17 “Art. 11. *omissis*

[...]

§ 4º As penalidades somente serão impostas com observância do procedimento previsto no § 2º do art. 9º desta Lei, cabendo recurso para o Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional.” (Redação dada pela Lei nº 9.457, de 5.5.1997).

O CRSFN é, nos termos do artigo 1º do Decreto 9.889/2019, que atualmente regula o seu funcionamento e estrutura, “órgão colegiado, de caráter permanente, integrante da estrutura organizacional do Ministério da Economia”, e tem por principal finalidade julgar, em última

Neste artigo, como adiantado, busca-se perquirir em que medida o Poder Judiciário tem sido *deferente* às decisões condenatórias tomadas pela CVM e pelo CRSFN em processos administrativos sancionadores, e aferir se, no caso de decisões tomadas com o uso do voto duplo de qualidade, o *nível de deferência* é alterado.¹⁸

2. Controle judicial de decisões administrativas complexas.

Eduardo Jordão identifica a existência de uma “relação tendencial” entre a natureza de uma decisão administrativa e a intensidade do seu controle. Para o autor, “os vínculos tendenciais estão fundamentados em *análises institucionais comparativas* que buscam alocar poder decisório para a instituição pública a tanto mais bem adaptada”.¹⁹

instância administrativa, os recursos administrativos voluntários interpostos em face de decisões condenatórias proferidas pela Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”), Banco Central do Brasil (“BACEN”) e o Conselho de Controle de Atividades Financeiras (“COAF”).

A composição do CRSFN encontra-se atualmente regulada no Decreto Federal nº 9.889/2019, o qual prevê que este será composto da seguinte forma:

“Art. 3º O CRSFN será integrado por oito conselheiros titulares, com reconhecida capacidade técnica e notório conhecimento especializado nas matérias de competência do Conselho, observada a seguinte composição:

I - dois indicados pelo Ministro de Estado da Economia;

II - um indicado pelo Presidente do Banco Central do Brasil;

III - um indicado pelo Presidente da Comissão de Valores Mobiliários; e

IV - quatro indicados por entidades representativas dos mercados financeiro e de capitais.

[...]

§ 4º A Presidência do CRSFN será exercida por um dos conselheiros titulares de que trata o inciso I do *caput* e a Vice-Presidência por um dos conselheiros titulares de que trata o inciso IV do *caput*, por designação do Ministro de Estado da Economia.”

18 O voto duplo de qualidade encontra-se previsto no artigo 8º do Decreto 9.889/2019, que rege a composição do CRSFN.

19 Como destaca o autor, “este vínculo [entre a natureza da decisão administrativa e a intensidade de seu controle] não é inexorável. Precisamente por isto, aqui se denominou esta relação “natureza-intensidade” de tendencial: ela revela um mero pendor, uma propensão, não uma consequência inescapável.” (JORDÃO, Eduardo. *Controle judicial de uma Administração Pú-*

Para Jordão, a importância da análise institucional comparativa se deve ao fato de que “a realização do controle pode implicar a usurpação de competências.” Segundo ele:

ao operar o controle sobre decisões administrativas, os tribunais podem terminar por *tomar* diretamente decisão diversa ou *limitar* o leque de decisões que poderiam ser adotadas pela administração pública. Naturalmente, este risco é tanto maior quanto mais intenso for o controle aplicado. Disto resulta uma determinação para que os tribunais evitem controlar intensamente decisões em relação às quais sejam menos adaptados do que as autoridades administrativas. O controle, nestes casos, deveria ser relativamente superficial: na linguagem deste trabalho, um controle *deferente*.²⁰

Jordão informa ainda que a “comparação institucional relevante” faz-se a partir da análise da aptidão de cada instituição, de modo comparativo, para se aferir qual delas deveria tomar determinada decisão. Para ele, “é pouco relevante analisar as capacidades abstratas de cada instituição – elas são relevantes apenas na medida em que comparadas às capacitações da instituição alternativa.” Assim sendo, para o autor, “desta circunstância poderá decorrer a prevalên-

blica complexa. A experiência estrangeira na adaptação da intensidade do controle. São Paulo: Malheiros Editores, 2016. p. 55-56 e nota de rodapé nº 1).

20 JORDÃO, Eduardo. *Controle judicial de uma Administração Pública complexa*. A experiência estrangeira na adaptação da intensidade do controle. São Paulo: Malheiros Editores, 2016. p. 56. Os grifos constam do original. Como menciona Jordão, contudo, a questão do controle *deferente* está longe de ser um tema pacífico. Nas palavras do autor, “este raciocínio não é totalmente imune a contestações teóricas, e está longe de ser universalmente aceito. [...] muitas vezes ele está presente de forma explícita nas manifestações judiciais ou legislativas sobre o modelo de controle a ser aplicado a determinada decisão. Em outras tantas: ele informa implicitamente as opções a este respeito” (*Ibidem*, p. 56-57).

cia de uma instituição *pouco adaptada*, desde que ela seja *mais bem* adaptada do que a instituição concorrente. Igualmente, uma instituição *bem adaptada* pode ser preterida em função de outra que seja *ainda mais bem adaptada*”.²¹

Na linha do exposto, Jordão entende que:

sobre questões juridicamente sensíveis, há uma tendência à aplicação do controle judicial não deferente; sobre questões tecnicamente complexas ou de natureza política, há uma tendência à aplicação de um controle judicial deferente.²²

Detalhando a sua afirmativa, Jordão registra que:

quanto mais sensível juridicamente for uma decisão administrativa, menor razão haverá para que os tribunais (instituições jurídicas por excelência) evitem controlá-la ou se abstenham de interferir na solução encontrada. Nestes casos, portanto, há uma tendência à aplicação de um controle não deferente.²³

Entre as matérias que envolvem “questões juridicamente sensíveis”, temos a aplicação de sanções por autoridades administrativas, tema que toca diretamente ao presente trabalho. Destaca o autor que:

Outro exemplo claro de questões particularmente sensíveis do ponto de vista das prerrogativas

21 *Ibidem*, p. 57.

22 *Idem*.

23 JORDÃO, Eduardo. *Controle judicial de uma Administração Pública complexa*. A experiência estrangeira na adaptação da intensidade do controle. São Paulo: Malheiros Editores, 2016. p. 58.

individuais dos cidadãos são as penalidades e sanções em geral. Nelas há uma interferência direta do Poder Público (defensor do monopólio da violência) sobre o patrimônio ou a integridade física do indivíduo, em função do cometimento de alguma infração à ordem jurídica.²⁴

24 *Ibidem*, p. 64. Ainda segundo Jordão: “por imposição da jurisprudência da Corte Europeia dos Direitos Humanos/CEDH, França, Itália e demais Países sob sua jurisdição devem aplicar controle judicial pleno (não deferente) sobre as sanções administrativas.” (*Ibidem*, p. 61). O autor destaca ainda que “neste domínio da relação existente entre administração pública e cidadãos as penalidades tomam a forma de sanções administrativas de ordem pecuniária ou econômica em geral em função do cometimento de alguma infração administrativa. Os *leading cases* da jurisprudência da CEDH [Convenção Europeia de Direitos Humanos] são *Pudas* e *Boden*, ambos relacionados a sanções administrativas aplicadas pela Suécia. Pudas havia sido sancionado com a revocação de uma licença para explorar o serviço de transporte público, enquanto Boden havia sido afetado por uma expropriação. Nenhum dos dois tivera a oportunidade de contestar as decisões judicialmente, por ausência de remédios adequados no Direito Sueco. Consequentemente, a Suécia foi condenada por descumprimento de suas obrigações decorrentes da CEDH”.

Tratando da influência da CEDH sobre o Direito Francês, Jordão destaca: “No Direito Francês o contencioso das sanções administrativas experimentou intensificação gradativa. Originariamente o juiz administrativo se limitava a verificar a existência material de fatos que deram azo à sanção. A gravidade da sanção era considerada pelo juiz administrativo um elemento de oportunidade. A partir de um julgamento em 1978 introduziu-se nesta seara o controle por erro manifesto de apreciação. Uma década depois o Conselho Constitucional determinou controle pleno sobre as medidas sancionatórias do Conselho Superior do Audiovisual. A partir daí, vários contenciosos que antes estavam submetidos a recurso por excesso de poder (contencioso de anulação) passaram a se submeter ao controle de plena jurisdição. [...] A sensibilidade jurídica da questão levou à intervenção do legislador, que impôs em diversos setores regulados um controle de plena jurisdição. [...] Em 2005 o Conselho de Estado declarou que, mesmo na ausência de previsão legislativa expressa, era também de plena jurisdição o controle de sanções da *Autorité de Contrôle des Nuisances Sonores Aéroportuaires*/ACNUSA. Mais recentemente, no caso *Société Atom*, o máximo Tribunal Administrativo francês foi além, e admitiu que o controle de pleno contencioso correspondia a uma regra geral no caso de sanções a administrados, mesmo na ausência de previsão específica. Atualmente o juiz administrativo não hesita em anular uma sanção que lhe parece desproporcional à falta cometida” (JORDÃO, Eduardo. *Controle judicial de uma Administração Pública complexa. A experiência estrangeira na adaptação da intensidade do controle.* São Paulo: Malheiros Editores, 2016. p. 65-66).

Ao abordar as sanções na jurisprudência italiana, Jordão registra que “no Direito Italiano as sanções impostas pelas autoridades independentes estão submetidas ao tipo de controle mais invasivo. Trata-se do controle de mérito (*sindacato di merito*), equivalente ao controle de plena jurisdição francês. [...] A aplicação de um controle pleno sobre as sanções administrativas é

No que se refere à complexidade técnica das decisões e o maior ou menor grau de *deferência* a elas aplicável, a partir de seus estudos de direito comparado, Jordão destaca a evolução da matéria.

Em relação ao direito italiano, o Professor destaca uma longa história de idas e vindas em relação ao nível de deferência para concluir que, a partir de 2004, tem sido aplicado no país um controle *não deferente*.²⁵

No direito francês, segundo o autor, “a complexidade técnica é um dos mais relevantes fatores a gerar a limitação do controle judicial”.²⁶

uma tradição no Direito Italiano. Mesmo no período em que alguns aspectos técnicos das decisões de autoridades administrativas estavam submetidos a um controle “fraco” as sanções podiam ser redimensionadas e anuladas sem limites.” (*Ibidem*, p. 67). Como menciona o autor, a maior intervenção judicial no caso de sanções administrativas decorreria, na visão do Conselho de Estado italiano, “de uma imposição constitucional, na medida em que o art. 23 da Constituição italiana protege o direito dos cidadãos de não sofrer decréscimos patrimoniais fora dos casos previstos na lei” (*Ibidem*, p. 68, sem grifos no original). Jordão menciona também que, no Canadá, há uma tendência a um controle *não deferente* em questões relacionadas a direitos humanos, em vista do argumento de que os tribunais teriam uma “expertise jurídica superior” para tratar dessas matérias. (*Ibidem*, p. 77).

25 Aduz o autor que “a evolução da jurisprudência italiana a respeito destas atividades técnicas opináveis é bastante interessante. Ela envolve longa hesitação jurisprudencial, até chegar à atual posição, declaradamente não deferente. Até 1999 a mera discricionariedade técnica era já considerada razão para a aplicação de um controle limitado às hipóteses de irrazoabilidade, ilogicidade ou incoerência da decisão administrativa. A partir de então, na esteira da introdução legislativa da possibilidade de recurso a um perito do juízo, o controle sobre a discricionariedade técnica foi ampliado. Entretanto, ao menos até 2004 a jurisprudência administrativa seguiu aplicando um controle limitado (dito “fraco”) aos casos de “avaliações técnicas complexas”, aquelas que envolviam, concomitantemente, análises técnicas opináveis e ponderação de interesses públicos conflitantes. Este é o período mais rico da jurisprudência italiana em termos de considerações institucionais e justificativas para o *approach* judicial limitado. A partir de 2004 as referências a avaliações técnicas complexas e a “controle fraco” foram sendo abandonadas, e o Conselho de Estado passou a adotar um discurso totalmente oposto ao anterior – inclusive fazendo referências a interessantes razões para aplicação de um controle não deferente sobre questões técnicas complexas.” (JORDÃO, Eduardo. *Controle judicial de uma Administração Pública complexa*. A experiência estrangeira na adaptação da intensidade do controle. São Paulo: Malheiros Editores, 2016. p. 125-126).

26 *Ibidem*, p. 126.

No Canadá e nos Estados Unidos, a complexidade técnica também gera um maior grau de autocontenção dos tribunais.²⁷

No Brasil, que adota o sistema de jurisdição uma,²⁸ em que todas as decisões de autoridades administrativas estão sujeitas ao escrutínio do Poder Judiciário,²⁹ há a possibilidade de questionamento posterior da decisão colegiada sancionatória tomada pela CVM ou pelo CRSFN perante aquele Poder.

No caso do questionamento, por via judicial, de decisões tomadas pela CVM e CRSFN, buscou-se verificar, a partir do levanta-

27 Segundo relata o autor, “no Canadá e nos Estados Unidos a relação entre complexidade técnica da decisão administrativa e deferência judicial é mais uniformemente estabelecida. No Canadá a complexidade técnica, associada à *expertise* superior da autoridade administrativa autora da decisão controlada, constitui historicamente um dos fatores mais relevantes do teste aplicado pelos tribunais para determinar a intensidade do controle judicial a ser empregado em cada caso concreto. Semelhantemente, nos Estados Unidos a complexidade técnica de uma questão é também relevante para determinar a limitação do controle judicial, tanto no contexto de interpretações legislativas (sob a *doutrina Chevron*) como nas demais ações administrativas (normalmente submetidas aos modelos de controle de arbitrariedade e de evidências substantivas”). (*Ibidem.* p. 127-128).

28 Segundo a lição de Miguel de Seabra Fagundes, “Dois sistemas são adotados atualmente para a prática do controle jurisdicional dos atos administrativos, nas diversas organizações políticas: controle pela jurisdição comum e por uma jurisdição especial. [...] Pelo primeiro sistema, tem lugar a apreciação das atividades administrativas do Estado, seja no âmbito do direito privado, seja no âmbito do direito público, por meio do Poder Judiciário, ou, em outras palavras, toda ou quase toda a matéria do contencioso administrativo incide no seu conhecimento como órgão jurisdicional. Por isso é denominado, também, sistema de jurisdição uma.” [...] No Brasil tem o sistema de controle pela jurisdição ordinária uma das suas mais perfeitas expressões.” (SEABRA FAGUNDES. Miguel. *O Controle dos Atos Administrativos pelo Poder Judiciário*. 8ª edição, Rio de Janeiro: Forense, 2010. p. 140-141 e p. 159. Atualizada por Gustavo Binenbojm).

29 Gustavo Binenbojm lembra que: “A CF de 1988 também afasta do controle do Judiciário as ações relativas à disciplina e às competições desportivas, que só serão apreciadas por esse Poder após esgotarem-se as instâncias da Justiça Desportiva (art. 217, § 1º). Sem embargo, estabelece a CF atual o prazo máximo de sessenta dias, contados da instauração do processo, para que as instâncias desportivas profiram a decisão final (art. 217, § 2º). Expirado tal prazo sem que haja sido proferida decisão pela Justiça Desportiva, torna-se possível o controle do Poder Judiciário.” (*Idem*).

mento de acórdãos proferidos pelos Tribunais Regionais Federais da 1^a³⁰, 2^a, 3^a, 4^a e 5^a regiões no período de 2007 a 2022, se há uma *relação tendencial*, tal como definida por Jordão, de *deferência* em relação às decisões dotadas, via de regra, de significativo grau de complexidade técnica, pela CVM e pelo CRSFN e se, nos casos em que a decisão foi tomada por voto duplo de qualidade, se é observável o mesmo nível de *deferência*.

Também foi realizada pesquisa específica no Superior Tribunal de Justiça (STJ) e no Supremo Tribunal Federal (STF), por meio de seus sítios eletrônicos na rede mundial de computadores (*internet*), de acórdãos envolvendo, da mesma forma, o questionamento de de-

30 No Tribunal Regional Federal da 1^a Região, a partir do uso da palavra-chave “CRSFN”, foram localizados acórdãos questionando o mérito de decisões administrativas do CRSFN no julgamento de recursos voluntários contra decisões do Banco Central do Brasil ou em recursos de ofício dirigidos ao CRSFN relativos a decisões dessa mesma autarquia. Em relação à CVM, foi identificada decisão no sentido de dar efeito suspensivo a recurso de apelação interposto contra sentença que, em mandado de segurança, julgou improcedente o pedido de declaração de nulidade de decisão do CRSFN tomada com voto duplo de qualidade. No caso, a sentença questionada, mencionada ao final deste trabalho, denegou a segurança pretendida, mas, tendo em vista que a decisão fez alusão, em sua fundamentação, ao Regimento Interno do CARF (e não ao do CRSFN), aventou-se possível nulidade em seu conteúdo, o que justificou a concessão do efeito suspensivo ao recuso de apelação interposto. Do voto condutor, consta que: “Apesar da sentença haver denegado a segurança buscada pela parte, ora requerente, são relevantes os argumentos por ela deduzidos, notadamente diante da constatação de que a fundamentação exposta na sentença não guarda congruência com os fatos deduzidos nos autos. [...] a sentença, assim como toda a jurisprudência nela citada, têm fundamentação calcada no Regimento Interno do Conselho Administrativo de Recursos Fiscais (CARF), órgão diverso daquele que proferiu o ato impugnado - Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (“CRSFN”) -, razão pela qual entendo, neste exame de cognição sumária, haver probabilidade de provimento do recurso de apelação diante da possível nulidade da sentença.” (Pedido de efeito suspensivo à apelação nº 1031248-30.2022.4.01.0000. Relator: Desembargador Federal: Daniel Paes Ribeiro. Julgado em 28/09/2022). Tendo em vista que o nosso foco está nas decisões proferidas pela CVM, mantidas pelo CRSFN ou agravadas por este (à época em que ainda tinha previsão na legislação o recurso de ofício), tais decisões não serão tratadas neste trabalho. Registra-se que, com a exceção da decisão ora citada, não foi localizada, com o uso da palavra-chave “CVM”, nenhuma outra decisão envolvendo a entidade no sítio eletrônico (<https://portal.trf1.jus.br/portaltrf1/pagina-inicial.htm>) da citada corte. Acesso em 31 jul. 2023.

ciões da CVM e do CRSFN. Foram identificadas poucas decisões proferidas pelo STJ. Não foram localizadas decisões do STF.

Embora não seja o foco principal da pesquisa, também serão citadas algumas decisões de primeiro grau da Justiça Federal envolvendo a CVM e/ou o CRSFN que, dado o seu conteúdo, merecem ser trazidas à discussão neste trabalho.

Ao final, serão apresentadas as conclusões deste autor extraídas das decisões judiciais analisadas a partir da identificação do grau de *deferência* atribuído aos pronunciamentos.

3. Tribunal Regional Federal da 2ª Região (“TRF2”).³¹

No TRF2, foram identificados, no período pesquisado, a partir da utilização de palavras-chaves na pesquisa, 14 acórdãos referentes a questionamentos de julgados administrativos da CVM e do CRSFN.

O que se verifica, na maior parte dos casos analisados,³² é a identificação de uma *relação tendencial* no sentido da *deferência* em relação aos julgados da CVM e do CRSFN em matéria sancionatória. É o que se extrai, a título de exemplo, dos seguintes acórdãos:

ADMINISTRATIVO. REMESSA NECESSÁRIA. APELAÇÃO CÍVEL. PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR - PAS. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS E UNIÃO. [...] PENALIDADES

31 A jurisdição do TRF2 abrange as seções judiciárias dos Estados do Rio de Janeiro e do Espírito Santo.

32 Foram pesquisados os seguintes acórdãos do TRF2, identificados pelos números dos processos: 0060636-30.2018.4.02.5101, 0006890-58.2015.4.02.5101, 0022660-67.2010.4.02.5101, 0073775-54.2015.4.02.5101, 0013590-89.2011.4.02.5101, 0000120-25.2010.4.02.5101, 0017859-11.2010.4.02.5101, 0028177-97.2003.4.02.5101, 2010.02.01.002742-8, 0058438-25.2015.4.02.5101, 0002888-21.2010.4.02.5101, 0019792-58.2006.4.02.5101 e 0013181-60.2004.4.02.5101.

APLICADAS PELA CVM MANTIDAS PELO CONSELHO DE RECURSOS DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL (CRSFN). OPERAÇÕES DE OPÇÃO FLEXÍVEL DE IBOVESPA. COMPETÊNCIA FISCALIZATÓRIA DA AUTARQUIA FEDERAL. REGULARIDADE DO PAS. MÉRITO ADMINISTRATIVO.

1. Remessa necessária e apelações da União e da CVM interpostas em face da sentença que julgou procedente o pedido “declarando a nulidade do PAS 06/04, por inexistência de ‘criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, capazes de provocarem, direta ou indiretamente, alterações no fluxo de ordens de compra ou venda de valores mobiliários” [...].

[...]

4. O Processo Administrativo Sancionador transcorreu com observância ao princípio do devido processo legal, sob o crivo do contraditório e da ampla defesa, oportunizada vasta dilação probatória, tanto na fase de inquérito como no curso do processo administrativo, conforme se infere da documentação adunada aos autos, sendo franqueado aos interessados todos os recursos cabíveis, com exaurimento na esfera do CRSFN, tanto assim que restaram descaracterizadas, ao final, as imputações concernentes à realização de “operações fraudulentas” e de “práticas não equitativas”, infrações previstas nas alíneas “c” e “d”, respectivamente, do inciso II da Instrução CVM nº 08/79. Constata-se, assim, que não se insurgiu a parte autora em face do procedimento administrativo em si, ou seja, não foi suscitado qualquer vício capaz de macular a regularidade e legalidade do aludido PAS no âmbito da CVM e do CRSFN, denotando que a irresignação que ense-

jou o ajuizamento da presente relaciona-se ao inconformismo com o resultado obtido.

5. Após regular tramitação do processo administrativo sancionador, no qual o corpo técnico especializado para aferição da matéria examinou todos os argumentos apresentados pela ora Apelada, restou, ao final, caracterizada a ocorrência de infração tipificada na Instrução CVM nº 8/79, visto que, na hipótese, as operações com opções flexíveis de Ibovespa contratadas configuraram “condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários”, ensejando a imposição da penalidade de multa, nos limites legais aplicáveis. Afigura-se descabida a intervenção judicial para analisar o mérito administrativo e desconstituir ato decisório consubstanciado em minudente instrução administrativa, com exame especializado da matéria, em que, ao final, apurou-se a prática de conduta vedada pela Autarquia Reguladora, não logrando a demandante afastar a presunção de legitimidade e veracidade que recai sobre o ato administrativo, não competindo ao Judiciário, ao contrário do que faz crer a parte autora, atuar como instância revisora de procedimentos administrativos, ressalvado o controle da legalidade, sob pena de indevida afronta ao princípio da separação dos poderes.

6. A questão acerca da gradação da multa é afeta ao mérito do ato administrativo e, como tal, sujeita à discricionariedade técnica da autoridade administrativa, restringindo o controle judicial ao aspecto da legalidade.

7. Remessa necessária e apelações da CVM e da União providas. Sentença reformada.³³

33 BRASIL. Tribunal Regional Federal-2 (8ª Turma Especializada). Processo nº 0073775-54.2015.4.02.5101 (TRF2 2015.51.01.073775-4). Relator: Desembargador Federal Marcelo Pereira

ADMINISTRATIVO. APELAÇÃO. PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONATÓRIO. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM. CLUBE DE INVESTIMENTOS DOS EMPREGADOS DA VALE - INVESTVALE. CONSELHO ADMINISTRATIVO. INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA. INFRAÇÃO ADMINISTRATIVA AO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL. PRESCRIÇÃO. INOCORRÊNCIA. ILEGALIDADE. INEXISTÊNCIA. MULTA. RAZOABILIDADE E PROPORCIONALIDADE.

1. Mantém-se a sentença que, afastando a prescrição punitiva e a prescrição intercorrente trienal, negou o pedido de nulidade do processo administrativo sancionatório PAS CVM nº 7/04, bem como o pedido subsidiário de redução da multa, aplicada com base na Instrução CVM nº 8, de 08.10.79, inciso II, alínea “d”, c/c inciso I, por ter o autor/apelante, vice-presidente do INVESTVALE, adquirido cotas de emissão do Clube de Investimentos com uso de informação privilegiada caracterizando “prática não equitativa”.

[...]

5. A CVM – em primeira instância – e o CRSFN - Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional – em grau de recurso -, concluíram que o Conselho de Administração da INVESTVALE, integrado pelo apelante na contratação da “PUT” com o BRADESPAR, tinha conhecimento da potencial valorização das cotas decorrente da venda de participação na VALEPAR que, contabilizada a custo histórico, apresentava enorme defasagem de seu valor real, em detrimento de cotistas que desconheciam tal informação. Ao comprarem co-

da Silva. *Diário de Justiça Eletrônico*, 12 abr. 2021. Sem grifos no original.

tas de emissão do INVESTVALE, após a contratação com o BRADESPAR, em 17/12/02, e, principalmente, após 10/7/03, data da Reunião do Conselho de Administração que registrou estar em curso negociação com o BNDES no sentido de liberar ações caucionadas, fizeram uso de informação privilegiada, colocando-se em posição de desigualdade (vantagem) em relação aos demais cotistas.

6. A questão, complexa e técnica, foi minuciosamente analisada no âmbito da CVM e do CRSFN, estando a condenação do apelante lastreada em decisão fundamentada, que indica os motivos de fato e de direito que levaram à imposição da sanção, no PAS CVM 7/04, que oportunizou o contraditório e a ampla defesa, vedado ao Judiciário a incursão no mérito administrativo.

[...]

9. Descabe a redução da multa, fixada em R\$ 189.936,00, dentro do patamar previsto na Lei nº 6.385/76, art. 11, §1º, e, portanto, sem ofensa aos princípios da razoabilidade e da proporcionalidade.

10. Apelação desprovida³⁴

APELAÇÃO CÍVEL. AÇÃO ANULATÓRIA. CVM. PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONATÓRIO. IMPOSSIBILIDADE DO PODER JUDICIÁRIO SE IMISCUIR NO MÉRITO ADMINISTRATIVO. AUSÊNCIA DE VIOLAÇÃO À LEGALIDADE, RAZOABILIDADE E PROPORCIONALIDADE.

1. Trata-se de Apelação Cível interposta por Carla

34 BRASIL. Tribunal Regional Federal-2 (7ª Turma Especializada). Apelação Cível nº 0058438-25.2015.4.02.5101. Relatora: Desembargadora Federal Nizete Lobato Carmo. *Diário de Justiça Eletrônico*, 26 jun. 2020. Sem grifos no original.

Cico em face de sentença proferida pelo MM. Juízo da 27ª Vara Federal do Rio de Janeiro, que julgou improcedente o pedido veiculado no sentido de que fosse determinada a anulação do Processo Administrativo Sancionatório (PAS) que tramitou perante a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), bem como da multa imposta.

2. Pretendeu a ora Apelante, por meio da presente ação, obter provimento que determinasse a anulação de Processo Administrativo Sancionatório (PAS) e da multa dele decorrente, por suposta infração ao art. 153 da Lei nº 6.404/1976.

3. Ao contrário do quer fazer crer a Apelante, a revisão judicial das decisões proferidas em processos administrativos não possui amplo escopo, sendo, na verdade, restrita à análise da ocorrência de eventual ilegalidade no PAS objeto desta lide, tendo em vista ser vedado ao Poder Judiciário se imiscuir no mérito administrativo. 4. A análise dos autos revela não padecer o PAS de qualquer vício na sua condução. Com efeito, a leitura do Relatório de Inspeção CVM/SFI/GFE-1/nº 015/2005 (fls. 282/301) atesta que, antes de ter sido deflagrado o PAS nº 19/2015, a CVM providenciou diversas diligências [...] Trata-se, portanto, de relatório com ampla, coerente e detalhada narrativa dos fatos e análise de documentos apresentados, cuja conclusão decorre logicamente das informações dele constantes.

5. Igualmente, pela análise da ata da sessão de julgamento e do voto proferido pelo Diretor relator no PAS objeto dos presentes autos, que foi acompanhado pelos demais votantes [...], nota-se que a decisão impositiva de multa foi devidamente fundamentada, apontando os motivos de fato e de direito que levaram à aplicação da san-

ção à ora Apelante, tomando por base elementos contidos e coletados ao longo da fase instrutória do PAS.

6. Em obediência aos princípios do contraditório e da ampla defesa, a ora Apelante teve acesso aos autos durante todo o seu trâmite, tendo-lhe sido oportunizada a apresentação de defesa e de recurso administrativo, os quais foram devidamente apresentados [...].

7. Novamente, o acórdão proferido pelo CRSFN, em apreciação ao recurso administrativo interposto, foi devidamente fundamentado, expondo com clareza e coerência as razões de decidir, com narrativa detalhada e detida análise dos fatos e dos argumentos expostos nas razões recursais, tendo, inclusive, dado parcial provimento ao recurso voluntário para reduzir o valor da multa arbitrado na origem (fls. 476/514).

8. Observa-se, portanto, não haver que se falar em nulidade do PAS nº 19/2015, tendo em vista a inexistência de vícios de legalidade imputáveis à CVM na sua condução.

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

10. Por certo, não sendo verificada, pela detida leitura dos autos do PAS, como no caso sob análise, a ocorrência de violação aos princípios da legalidade, da razoabilidade e da proporcionalidade na condução do processo administrativo e

na aplicação da sanção dele decorrente, não cabe ao Poder Judiciário reavaliar o mérito administrativo, sob pena de invadir competência reservada ao Poder Executivo.

[...]

11. Apelação desprovida.³⁵

ADMINISTRATIVO. MULTA PECUNIÁRIA APLICADA PELA CVM À AGENTE DE INVESTIMENTO, EM SEDE DE REGULAR PROCESSO ADMINISTRATIVO. ATUAÇÃO IRREGULAR NO MERCADO FINANCEIRO.

1. Em sede de processo administrativo, instaurado pela Comissão de Valores Mobiliários - CVM, foi aplicada multa pecuniária ao Autor por ter ele exercido atividade irregular no mercado financeiro, qual seja, exercício irregular de atividade de intermediação de valores mobiliários sem a devida autorização e registro junto ao Órgão administrativo competente.

2. Nesta ação judicial, o Demandante não se desincumbiu de infirmar a presunção de veracidade dos motivos e da legitimidade do ato administrativo investido. Ademais, o envolvimento ou reavaliação dos fatos epigrafados nos autos implica o exame judicial do mérito administrativo, cujo âmbito de avaliação é concedido, por lei, ao Administrador. E a decisão administrativa não revela qualquer ilegalidade ou atuação além dos limites das normas de regência.

3. Apelo provido.³⁶

35 BRASIL. Tribunal Regional Federal-2 (Vice-Presidência). Apelação Cível 0006890-58.2015.4.02.5101. Relator: Desembargador Federal Reis Friede. *Diário de Justiça Eletrônico*, 16 ago. 2017. Sem grifos no original.

36 BRASIL. Tribunal Regional Federal-2 (7ª Turma Especializada). Apelação nº 0028177-

Da análise dos acórdãos acima, extrai-se que o tribunal concluiu que os julgados administrativos obedeceram ao devido processo legal, aos princípios constitucionais aplicáveis à Administração Pública³⁷ e ao princípio da razoabilidade (citado em duas decisões), tendo sido realizada análise detalhada da questão de mérito pela CVM e pelo CRSFN, sendo dada oportunidade de ampla defesa e do contraditório aos recorrentes, não tendo sido identificados vícios formais na decisão. O tribunal destaca ainda que não caberia ao Poder Judiciário imiscuir-se no mérito da decisão administrativa. Dois acórdãos ainda mencionam a complexidade técnica da matéria e sua análise por corpo técnico especializado.

Noutra decisão, embora se diga que, “com relação à alegada impossibilidade de análise do *mérito administrativo* pelo Poder Judiciário, tenho que ela não pode ser acolhida”, o entendimento, em termos práticos, acaba sendo o mesmo, visto que, no voto condutor, consta que “isso não significa, no entanto, que o poder de polícia está imune ao controle jurisdicional, mas apenas que o Judiciário não pode adentrar o *mérito administrativo* e determinar o que é oportuno e conveniente à Administração no uso desse poder.”³⁸

Neste mesmo tribunal, contudo, foi localizada decisão que *parece* destoar do entendimento acima. Confira-se:

ADMINISTRATIVO. CVM E CRSFN. PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONATÓRIO. INFRAÇÃO ADMINISTRATIVA AO SISTEMA FINANCEI-

97.2003.4.02.5101 (TRF2 2003.51.01.028177-0). Relator: Juiz Federal Convocado: Theophilo Miguel. *Diário de Justiça Eletrônico*, 19 ago. 2009.

37 Previstos no artigo 37 da Constituição Federal de 1988.

38 BRASIL. Tribunal Regional Federal-2 (6ª Turma Especializada). Apelação/Reexame necessário 2006.51.01.019792-8 (0019792-58.2006.4.02.5101). Relator: Desembargador Federal Guilherme Calmon Nogueira da Gama. *Diário de Justiça Eletrônico*, 23 ago. 2011. Os grifos constam do original.

RO NACIONAL. INSIDER TRADING. MULTA. LEGITIMIDADE. IMPROVIMENTO DA APELAÇÃO.
1. Os apelantes se insurgem contra a sentença que, nos autos da ação ordinária ajuizada em face da Comissão de Valores Mobiliários – CVM, visando a (i) a anulação da decisão administrativa sancionatória proferida pelo Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (“CRSFN” ou “CONSELHO”) no Processo Administrativo Sancionador CVM 11/2008 por violação ao §4º do art. 155 da Lei n. 6.404/76; (ii) a invalidação das penalidades aplicadas; e, subsidiariamente, (iii) a adequação das penalidades, para que no cálculo das multas sejam computadas apenas as operações de compra de ações realizadas até o dia 25.07.2007 (inclusive), julgou improcedentes os pedidos, nos termos do art. 487, I, do CPC/2015 [...].

5. Não obstante a intervenção judicial em atos administrativos seja restrita, em princípio, aos aspectos de legalidade dos procedimentos, é cabível ao Poder Judiciário intervir em atos de qualquer natureza, à luz do princípio da inafastabilidade da jurisdição positivado no art. 5º, XXXV, da Constituição da República.

6. O controle jurisdicional do ato administrativo, seja ele vinculado ou discricionário, ultrapassa o exame dos aspectos extrínsecos, adentrando na decisão administrativa para a análise da observância dos critérios de impessoalidade, moralidade, publicidade, razoabilidade/proporcionalidade e eficiência. [...].

7. Assim, em uma visão contemporânea do Direito Administrativo, é possível em análise casuística, através da hermenêutica sistemática dos princípios que regem a Administração Pública, a aná-

lise jurisdicional do mérito administrativo, de modo a assegurar que o Poder Público não seja exercido de forma arbitrária e à margem da Constituição.

8. As situações que envolvem o controle ocorrem, principalmente, nos casos em que a Administração adota critérios desarrazoados em seus atos e decisões.

[...]

37. Como bem destacado no relatório do CRSFN, “a irregularidade do uso de informação privilegiada está na compra de ações de vendedores que não tinham acesso às mesmas informações que os compradores adquiriram por subterfúgios”. Ressaltou o relator, ainda, que, “a existência de informação relevante não depende da realização efetiva da sua concretização” e que “não são raros os casos em que os agentes com acesso a informação privilegiada fazem suas negociações irregulares, mas não conseguem auferir a vantagem pretendida, porque a operação objeto da informação privilegiada não se consubstancia.

38. Assim, a multa aplicada [...], correspondentes a uma vez e meio o ganho obtido em virtude das operações irregulares, não é excessiva.

39. Logo, impõe-se a manutenção da sentença que manteve a decisão administrativa proferida no processo sancionador, eis que não restaram demonstradas as irregularidades e nulidades apontadas pelos apelantes, tendo a CVM atuado no regular exercício do poder de polícia.

40. Apelação improvida [...]³⁹

39 BRASIL. Tribunal Regional Federal-2 (5ª Turma Especializada). Apelação Cível nº 0060636-30.2018.4.02.5101/RJ. Relator: Desembargador Federal Alcides Martins. *Diário de Justiça Eletrô-*

Na decisão transcrita, verifica-se a posição do magistrado no sentido de que “*em uma visão contemporânea do Direito Administrativo, é possível em análise casuística, através da hermenêutica sistemática dos princípios que regem a Administração Pública, a análise jurisdicional do mérito administrativo, de modo a assegurar que o Poder Público não seja exercido de forma arbitrária e à margem da Constituição*”, o que parece caminhar em sentido oposto às demais decisões, que adotam uma linha *deferente* aos julgados administrativos da CVM e do CRSFN em processos administrativos sancionadores. Chama a atenção também no voto condutor a análise bastante detalhada da matéria de fundo, o que difere dos demais casos estudados, em que a avaliação é mais superficial e restrita a aspectos formais.

Não obstante o acima exposto, o voto condutor, embora destaque que o pronunciamento judicial “*ultrapassa o exame dos aspectos extrínsecos, adentrando na decisão administrativa*”, acaba por acrescentar que essa avaliação seria no sentido da “*observância dos critérios de impessoalidade, moralidade, publicidade, razoabilidade/proportionalidade e eficiência*”, o que *parece* caminhar também no sentido de uma avaliação *deferente*.

No que se refere à adoção do voto duplo de qualidade, foi localizada, no TRF2, decisão sobre a matéria, em que se destaca a sua legitimidade e, na mesma linha de decisões anteriores, é adotado tom *deferente* à decisão da CVM e do CRSFN:

ADMINISTRATIVO. PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM. RECURSO DE OFÍCIO. CONSELHO DE RECURSOS DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL - CRSFN. ADVERTÊN-

nico, 09 nov. 2021. Sem grifos no original.

CIA. CERCEAMENTO DE DEFESA. NÃO OCORRÊNCIA. VOTO DE QUALIDADE. MÉRITO ADMINISTRATIVO. APELAÇÃO DESPROVIDA.

I - Trata-se de Apelação Cível interposta pela Parte Autora contra sentença que julgou improcedente o pedido de declaração de nulidade da pena de advertência imposta ao Autor pelo Acórdão/CRSFN nº 8373/08, na forma do art. 487, I, do CPC/15.

II - O Autor, ora Apelante, é membro do Conselho de Administração da AMBEV, tendo sofrido aplicação da penalidade de advertência através do Acórdão/CRSFN nº 8373/08 por atos praticados na qualidade de Diretor da Indústria de Bebidas Antártica Polar S/A, após recurso de ofício interposto pela Comissão de Valores Mobiliários - CVM, quando do julgamento do Inquérito Administrativo instaurado por conta do Relatório de Inspeção CVM/SFI/GFE-3/nº 026/2001.

III - O Apelante aduziu cerceamento de defesa e argumentou que a sentença equivocadamente entendeu não haver ilegalidade no acórdão administrativo impugnado, como também atribuiu entendimento equivocado quanto ao voto de qualidade que ensejou sua condenação no Processo Administrativo Sancionatório em questão.

[...]

V - A adoção do voto de qualidade no julgamento do CRSFN baseou-se na legislação aplicável à hipótese, consubstanciada no art. 17 do Regimento Interno do CRSFN (Decreto nº 1.935, de 20 de junho de 1996).

VI - A revisão judicial das decisões proferidas em processos administrativos não possui amplo escopo, sendo, na verdade, restrita à análise da ocorrência de eventual ilegalidade no PAS objeto

desta lide, tendo em vista ser vedado ao Poder Judiciário se imiscuir no mérito administrativo.

VII - Pela detida leitura dos autos em análise não se vislumbrou a ocorrência de violação aos princípios da legalidade, da razoabilidade e da proporcionalidade na condução do processo administrativo e na aplicação da sanção dele decorrente, de forma que não cabe ao Poder Judiciário reavaliar o mérito administrativo, sob pena de invadir competência reservada ao Poder Executivo. Precedentes do STJ [...].

VIII - Apelação desprovida.⁴⁰

No acórdão citado, o voto duplo de qualidade é considerado válido sem maiores considerações sobre o tema. Posteriormente, o mesmo entendimento foi mantido em outros julgados do TRF2.⁴¹ No que se refere ao exame do mérito da decisão administrativa, adota-se,

40 BRASIL. Tribunal Regional Federal-2 (Vice-Presidência). Apelação nº 0013590-89.2011.4.02.5101. Relator: Desembargador Reis Friede. *Diário de Justiça Eletrônico*, 26 jun. 2018.

41 “ADMINISTRATIVO. MANDADO DE SEGURANÇA PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR. BANCO CENTRAL DO BRASIL. RECURSO DE OFÍCIO. CONSELHO DE RECURSOS DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL – CRSFN. VOTO DE QUALIDADE. MÉRITO ADMINISTRATIVO. APELAÇÃO DESPROVIDA.

Trata-se de apelação interposta por ANA PAULA PEIXOTO DA SILVA nos autos do Mandado de Segurança impetrado contra ato atribuído à PRESIDENTE DO CONSELHO DE RECURSOS DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL, objetivando que seja anulado o acórdão proferido nos autos do Processo Administrativo nº 10372000150/2016-14, instaurado pelo Banco Central do Brasil em seu desfavor e de outras pessoas, com vistas a apurar desvio de recursos do Banco BVA para o Diretor-Presidente e executivos da unidade bancária.

[...]

Em sede de apelação, a Impetrante repisa os argumentos da exordial sustentando, em síntese: i) a inexistência de recurso de ofício por ocasião do julgamento do recurso; ii) o vício insanável da imputação; iii) a inconstitucionalidade do voto *dúplice*; e iv) a consagração de comportamento contraditório.

[...]

No que tange ao fundamento de vício insanável de imputação, salienta-se que não cabe ao Poder Judiciário se imiscuir no mérito administrativo, estando, no caso de Mandado de Segu-

rança, limitado ao exame da legalidade do ato coator e de possíveis vícios formais aos princípios da ampla defesa e do devido processo legal, o que não ocorreu no presente caso.

Quanto ao fundamento de inconstitucionalidade do voto dúplice, a adoção do voto de qualidade no julgamento do CRSFN baseou-se na legislação aplicável à hipótese, consubstanciada no art. 17 do Regimento Interno do CRSFN (Decreto nº 1.935, de 20 de junho de 1996). Precedentes desta Eg. Sexta Turma.

[...]

Recurso desprovido.” (BRASIL. Tribunal Regional Federal-2. Apelação Cível nº 5000791-45.2019.4.02.5101/RJ. Relator: Desembargador Federal Poul Erik Dyrlund. *Diário de Justiça Eletrônico*, 06 jul. 2020. Sem grifos no original).

“APELAÇÃO CÍVEL. ADMINISTRATIVO. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM. MULTA. CRIAÇÃO DE CONDIÇÕES ARTIFICIAIS DE DEMANDA OFERTA E PREÇO DE VALORES MOBILIÁRIOS. RECURSO AO CONSELHO DE RECURSOS DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL -CRSFN. LEGITIMIDADE DA UNIÃO. PRESCRIÇÃO DA PRETENSÃO DA AÇÃO PUNITIVA DA ADMINISTRAÇÃO. NÃO OCORRÊNCIA. PRESCRIÇÃO INTERCORRENTE DO PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR. NÃO OCORRÊNCIA. CERCEAMENTO DO DIREITO DE DEFESA. VOTO DE QUALIDADE. PROCESSO ADMINISTRATIVO REGULAR. SENTENÇA DE IMPROCEDÊNCIA MANTIDA.

1. Apelação contra a sentença que julgou improcedente o pedido de anulação da multa imposta por decisão da CVM, confirmada pelo CRSFN, em razão da criação de condições artificiais de demanda oferta e preço de valores mobiliários.

[...]

3. No mérito, a questão devolvida a este Tribunal no âmbito do presente recurso diz respeito à verificação da legitimidade do inquérito administrativo CVM nº 14/01 ante as alegações de prescrição, cerceamento do direito de defesa e ilegalidade da atribuição de voto de qualidade ao presidente do CRSFN.

[...]

8. Não se vislumbra qualquer irregularidade no processo administrativo a ensejar cerceamento do direito de defesa. Ao contrário, o processo tramitou de maneira regular, tendo sido garantido ao ora apelante todas as oportunidades para apresentar defesa, requerimentos e recursos. Não houve no caso nenhum indeferimento de pedido de vista do processo, produção de provas ou qualquer ato capaz de embaraçar o direito de defesa da parte. O mero transcorrer do tempo não constitui cerceamento ao direito de defesa. Acaso tivesse a apelante interesse real em elucidar algum fato mal esclarecido por não ter consigo, em razão do decurso do tempo, as informações necessárias, poderia ter requerido diligências nesse sentido nos autos do inquérito administrativo, atitude essa que não adotou.

9. O voto de qualidade possui previsão expressa no art. 17 do Regimento Interno do CRSFN (aprovado pelo Decreto 1.935 de 20 de junho de 1996). Já tendo este Tribunal se manifestado pela legalidade de julgamento de recurso pelo CRSFN em que se atribuiu voto de qualidade ao Presidente do Conselho. Confira-se: TRF2. 6ª Turma Especializada. AC 0013590-89.2011.4.02.5101, Rel. Des. Fed. REIS FRIEDE, E-DJF2R 21.6.2018.

10. Impõe-se o reconhecimento da legalidade e legitimidade do ato administrativo que deu ensejo ao presente feito, uma vez que a apelante não logrou demonstrar a existência de vícios

da mesma forma, entendimento *deferente*, no sentido de se vedar a avaliação do mérito administrativo⁴² e restringir a análise à observân-

insanáveis no processo administrativo que teve como consequência a imposição da multa em questão.

11. Apelação não provida. (Apelação Cível nº 0214496-85.2017.4.02.5101/RJ. Relator: Desembargador Federal Ricardo Perlingeiro. Julgado em 14/07/2020. Sem grifos no original).

“EMBARGOS DE DECLARAÇÃO. PROCESSUAL CIVIL. OMISSÃO. TEMAS 660 E 895 STF. REPERCUSSÃO GERAL. AFRONTA REFLEXA A PRINCÍPIOS CONSTITUCIONAIS. PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR. RECURSO DE OFÍCIO. CRSFN. **VOTO DE QUALIDADE**. MÉRITO ADMINISTRATIVO. IMPROVIMENTO.

1. Trata-se de embargos de declaração contra acórdão que negou provimento ao agravo interno interposto pela ora embargante, mantendo a decisão que negou seguimento ao recurso extraordinário ao aplicar a tese firmada nos temas 660 e 895 RG.

2. A decisão foi clara ao aduzir que tendo sido decidido que a adoção do voto de qualidade no julgamento do CRSFN baseou-se na legislação aplicável à hipótese, descabe a alegação de inconstitucionalidade do mencionado voto duplice; e que, desta forma, havia sim a possibilidade de haver recurso de ofício pelo CSRN das decisões proferidas até 27 de fevereiro de 2016, sendo que a decisão que absolveu a ora embargante foi proferida em 25/02/2014.

3. Não cabe ao Poder Judiciário se imiscuir no mérito administrativo, estando, no caso de Mandado de Segurança, limitado ao exame da legalidade do ato coator e de possíveis vícios formais aos princípios da ampla defesa e do devido processo legal, o que não ocorreu no presente caso.

4. O fato de o voto não fazer menção expressa aos dispositivos legais apontados ou a toda a argumentação deduzida pelas partes não o torna omissivo.

5. Embargos de declaração conhecidos e improvidos.” (BRASIL. Tribunal Regional Federal-2. Embargos de declaração nº 5000791-45.2019.4.02.5101/RJ. Relator: Desembargador Federal Guilherme Calmon Nogueira da Gama. *Diário de Justiça Eletrônico*, 01 out. 2021. Sem grifos no original).

42 O TRF2 aplica o entendimento de Miguel Seabra Fagundes, abaixo transcrito, o que implicaria numa suposta insindicabilidade dos critérios de conveniência e oportunidade adotados pelo órgão ou entidade administrativa judicante, a qual é objeto de acertada crítica por Sérgio Guerra, conforme se verifica na nota de rodapé seguinte. Seabra Fagundes assim se manifesta: “Ao Poder Judiciário, é vedado aplicar, no exercício do controle jurisdicional, o mérito dos atos administrativos. Cabe-lhe examiná-los, tão-somente, sob o prisma da legalidade. [...] O mérito está no sentido político do ato administrativo. É o sentido dele em função das normas da boa administração, ou, noutras palavras, é o seu sentido como procedimento que atende ao interesse público, e, ao mesmo tempo, o ajusta aos interesses privados, que toda medida tem que levar em conta. [...] Esses aspectos, muitos autores os resumem no binômio: oportunidade e conveniência. [...] O mérito é de atribuição exclusiva do Poder Executivo, e o Poder Judiciário, nele penetrando, “faria obra do administrador, violando, destarte, o princípio da separação e independência dos poderes.” (SEABRA FAGUNDES. Miguel. *O Controle dos Atos Administrati-*

cia de aspectos formais bem como da observância aos princípios aplicáveis à administração pública.

Conclui-se, portanto, que, no TRF2, prevalece decisão *deferente* aos julgados da CVM e do CRSFN, limitando-se o tribunal a avaliar a existência de eventuais vícios formais, a obediência aos princípios constitucionais da Administração Pública e ao princípio da razoabilidade/proporcionalidade e respeitando a avaliação técnica realizada, sob a justificativa de reverenciar o “mérito administrativo”.⁴³

vos pelo Poder Judiciário., Rio de Janeiro: Forense, 2010. p. 179-181. Atualizada por Gustavo Binenbojm).

43 Sérgio Guerra, com razão, ao analisar as escolhas regulatórias, o que parece também se aplicar a decisões administrativas no exercício do poder de polícia, entende insuficiente a fundamentação de decisões unicamente na conveniência e oportunidade que informam o mérito administrativo. Para o autor, “parece necessário compreender que, nos casos de alta complexidade sistêmica e tecnicização submetidos à regulação estatal, se, de um lado, deve-se “reduzir a liberdade própria aos juízos discricionários”, de outro, deve-se enquadrar essa atuação do Estado em nova categoria estruturada sob outras bases teóricas”. [...] Com isso, na manifestação de Medauar, *um novo tratamento para o tema acarretaria a atenção, não tanto para o ato discricionário como resultado do exercício do poder, mas para o processo formativo da decisão ou para o conhecimento dos mecanismos decisoriais*. [...] Ao contrário da atuação executiva estatal por meio de largas margens de opção em torno do juízo de oportunidade, conveniência e modo de intervir, o atual Estado Regulador deve atuar sob novos fundamentos decorrentes dos valores e princípios constitucionais voltados à precaução quanto aos riscos e à mediação, “o que esvazia significativamente o espaço de conveniência e oportunidades administrativas.” (GUERRA, Sérgio. *Discricionariiedade, Regulação e Reflexividade* – uma nova teoria sobre as escolhas administrativas. Belo Horizonte: Fórum, 2021. p. 264-265). O autor propõe uma nova forma de sustentação da escolha regulatória, que ele denomina de “reflexividade administrativa” Segundo ele, “a proposta de teorização da *reflexividade administrativa* não se limita a rebatizar a vetusta discricionariiedade, dar-lhe uma nova denominação a exemplo do que outrora ocorreu com a denominada “discricionariiedade técnica”. O *nomen juris*, se não é irrelevante, parece ser desinfluyente. A ideia que norteia a pretensão de deslocar a discricionariiedade administrativa do eixo da atuação do regulador público está no fato de que o Poder Executivo central e o Poder Judiciário, cada um dentro de suas competências constitucionais, carecem de um instituto do direito administrativo para, efetivamente, exercerem um papel ativo na atuação executiva – e respectivo controle – dos temas cotidianos atrelados às escolhas regulatórias que afetam direitos e garantias fundamentais dos cidadãos.” (GUERRA, Sérgio. *Discricionariiedade, Regulação e Reflexividade* – uma nova teoria sobre as escolhas administrativas. Belo Horizonte: Fórum, 2021. p. 275). A reflexividade administrativa, entre outras dimensões, “não se sustenta na oportunidade e conveniência de agir do administrador público – deve se basear na situação concreta, em si mesma, de maneira cíclica, prospectiva,

4. Tribunal Regional Federal da 3ª Região (“TRF3”).⁴⁴

No TRF3, a partir dos acórdãos localizados tratando de questionamentos a decisões da CVM ou do CRSFN⁴⁵, sendo a decisão mais antiga datada de 2012 e a mais recente do ano de 2022, conforme pesquisa realizada no sítio eletrônico do órgão⁴⁶, também prevalece a mesma lógica explorada no estudo das decisões do TRF2. Nesse sentido, confira-se os precedentes abaixo, transcritos naquilo que importa para a presente pesquisa:

DIREITO ADMINISTRATIVO E PROCESSUAL CIVIL. AÇÃO ANULATÓRIA. PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR. APLICAÇÃO DE MULTA PELA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM POR FORÇA DA NEGLIGÊNCIA NA PRÁTICA DE ATOS DE ADMINISTRADOR DE CARTEIRA. INTERPOSIÇÃO DE RECURSO VOLUNTÁRIO AO CONSELHO DE RECURSOS DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL - CRSFN. [...]. PENALIDADE APLICADA COM SUPEDÂNEO NO ART. 14, II, DA INSTRUÇÃO CVM Nº 306/99, VIGENTE AO TEMPO DOS FATOS E PERFEITAMENTE APLICÁVEL AO CASO. INEXISTÊNCIA

para estabilizar sistemas complexos e minimizar a insegurança jurídica” e ainda “servir de base para a busca e concretização procedimentalizada da mediação regulatória dos interesses ambivalentes identificados pela Administração Pública, por agentes regulados (e seus representantes) e pela sociedade em geral, priorizando-se a participação dos interessados na decisão final.” (*Ibidem*, p. 289). A crítica do autor parece totalmente procedente e mereceria maior desenvolvimento nesta obra, no que toca especificamente à análise das decisões judiciais tomadas com base unicamente no argumento de conveniência e oportunidade. No entanto, dados os limites do presente artigo, o tema não será objeto de avaliação aprofundada.

44 A jurisdição do TRF3 abrange as seções judiciárias dos Estados de São Paulo e Mato Grosso.

45 Processos nº 0003780-78.2008.4.03.6100, 0006410-34.2013.4.03.6100, 0016279-84.2014.4.03.6100, 0014919-17.2014.4.03.6100 e 0023128-68.1997.4.03.6100.

46 <https://www.trf3.jus.br>

DE VIOLAÇÃO AOS PRINCÍPIOS DA IRRETROATIVIDADE E DA LEGALIDADE. EXTENSÃO DOS DEVERES DE ADMINISTRADOR DE CARTEIRA AO AUTOR, POR FORÇA DO ART. 17, PARÁGRAFO ÚNICO, DA INSTRUÇÃO CVM Nº 306/99. SANÇÃO AMPARADA NO ART. 11, II, DA LEI Nº 6.385/76, OBSERVANDO-SE OS PARÂMETROS DO § 1º DO REFERIDO DISPOSITIVO E AS ESPECIFICIDADES DO CASO, REVELANDO-SE RAZOÁVEL E PROPORCIONAL.

[...]

10. As especificidades do caso foram bem avaliadas pela autoridade julgadora que, considerando a participação do autor em menor intensidade nos fatos e o fato dele não possuir registro de administrador de carteira perante a CVM, aplicou pena de multa no valor de R\$ 400.000,00, valor inferior ao máximo legal. Portanto, a sanção foi arbitrada dentro dos parâmetros previstos no § 1º do art. 11 da Lei nº 6.385/76, revelando-se razoável e proporcional à infração perpetrada pelo autor/apelante.

11. Calha registrar que a escolha da sanção mais adequada ao caso concreto, assim como a valoração da multa administrativa dentro dos limites permitidos no ordenamento, inserem-se no âmbito do mérito administrativo, cuja apreciação pelo Judiciário fica restringida a sua legalidade - incluída aqui a proporcionalidade da medida. Precedentes.

12. Insustentadas as razões de apelo [...]⁴⁷

47 BRASIL. Tribunal Regional Federal – 3 (6ª Turma) Apelação Cível nº 2307546/SP. Relator: Desembargador Federal Johanson Di Salvo. *Diário de Justiça Eletrônico*, 06 jun. 2019. Sem grifos no original.

“AÇÃO DE RITO COMUM – ADMINISTRATIVO – IRREGULARIDADES NA EMISSÃO DE DEBÊNTURES – [...] IMPROCEDÊNCIA AO PEDIDO – IMPROVIMENTO À APELAÇÃO PRIVADA – PROVIMENTO À APELAÇÃO PÚBLICA, A FIM DE AFASTAR O EFEITO SUSPENSIVO ENTÃO DEFERIDO.

[...]

3 - Neste passo, repise-se, então, a fim de que não haja repetido questionamento pelo insurgente e no objetivo de se evitar expediente protelatório, que, “no controle jurisdicional do processo administrativo, a atuação do Poder Judiciário limita-se ao campo da regularidade do procedimento, bem como à legalidade do ato, não sendo possível nenhuma incursão no mérito administrativo a fim de aferir o grau de conveniência e oportunidade”, RMS 33.671/RJ, Rel. Ministra Regina Helena Costa, Rel. p/ Acórdão Ministro Gurgel de Faria, Primeira Turma, julgado em 12/02/2019, DJe 14/03/2019.

4 - Nenhum reparo a comportar o r. sentenciamento, à vista do quanto robustamente apurado em sede administrativa.

[...]

18 - Improvimento à apelação privada. Provimento à apelação pública, parcialmente reformada a r. sentença unicamente para afastar o efeito suspensivo, na forma aqui estatuída.”⁴⁸

ADMINISTRATIVO. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM. APLICAÇÃO DE PENALIDADES. MULTA. INABILITAÇÃO PARA O EXERCÍCIO DE CARGO DE ADMINISTRADOR. CON-

48 BRASIL. Tribunal Regional Federal-3 (4ª Turma). Apelação Cível nº 0014919-17.2014.4.03.6100/SP. Relatora: Desembargadora Federal Marli Ferreira. *Diário de Justiça Eletrônico*, 10 ago. 2021. Sem grifos no original.

SELHO DE RECURSOS DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL. COMPETÊNCIA. LEI Nº 6.385/76. ATO IMPUGNADO. OBEDIÊNCIA AO DEVIDO PROCESSO LEGAL ADMINISTRATIVO. LEGALIDADE. CONSTITUCIONALIDADE. APELAÇÃO. PARTE CONHECIDA NÃO PROVIDA.

1 - No caso em exame, o cerne da controvérsia cinge-se a aferir a legitimidade do ato administrativo de imposição de penalidade ao autor, ora apelante.

2 - Nesse aspecto, cumpre salientar que em relação ao ato administrativo é cabível seu exame quanto à legalidade, bem como quanto aos elementos vinculados - competência, finalidade, forma -, caso em que é passível de revisão pelo Judiciário. Contudo, em relação ao "mérito" do ato administrativo, vale dizer, a valoração dos motivos e a escolha do objeto, cabe à Administração incumbida de sua prática, por delegação legal, decidir sobre a conveniência, oportunidade, eficiência, e justiça do ato, porquanto praticado no exercício da competência discricionária, estando autorizada a Administração a decidir livremente e sem possibilidade de correção ou controle judicial, exceto quando caracterizado o excesso, desvio ou abuso de poder, casos esses em que poderá ser revisto e até mesmo anulado pelo Judiciário, ao qual compete o controle de legalidade do ato.

3 - Desse modo, *in casu*, conheço parcialmente da apelação, apenas no que alude à aferição da legalidade e da constitucionalidade do ato administrativo impugnado, e não conheço do apelo no que se refere ao "mérito do ato administrativo propriamente dito", posto que tal exame não compete ao Judiciário.

[...]

6 - Compulsando os autos, observa-se que foram impostas ao autor/apelante as penas de inabilitação pelo prazo de 5 anos para o exercício do cargo de administrador de entidade do sistema distribuidor de valores, além de multa no valor de 6.920 UFIR's, tendo sido atribuída ao requerente a criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários e a manipulação de preço [...] e que restaram devidamente demonstradas e fundamentadas à vista do contido no Procedimento Administrativo [...] constatando-se, no mais, a observância do devido processo legal administrativo, tendo sido oportunizada defesa aos acusados, como o autor, em obediência aos princípios constitucionais do contraditório e da ampla defesa.

[...]

8 - Verifica-se que as penalidades impostas ao autor, ora apelante, foram devidamente fundamentadas, tipificadas e aplicadas ao amparo legal, tendo em vista a caracterização das infrações cometidas, e em observância ao devido processo legal, não logrando êxito o recorrente em eximir-se da responsabilidade que lhe incumbia na condução da sociedade distribuidora, à época da autuação, restando demonstrada, no devido processo legal administrativo [...], a existência de administração temerária do apelante, com descumprimento de deveres de cuidado e diligência na condução dos negócios.

[...]

10 - Observa-se, nos autos, que não há de se inquirar o ato administrativo em exame tal como se apresenta, porquanto não restaram demonstrados quaisquer vícios de ilegalidade, arbitrariedade, abuso ou cerceamento de defesa na autua-

ção e penalidades impostas, feitas ao amparo legal e em obediência ao devido processo legal, valendo ressaltar a presunção de legitimidade e veracidade de que gozam os atos administrativos, ainda que relativa (*juris tantum*), cabendo ao autor o ônus da prova para fins de desconstituição do ato impugnado, regularmente imposto pela autoridade competente, fazendo mister, *in casu*, a apresentação de prova irrefutável do requerente para desconstituí-lo, o que não restou demonstrada nos presentes autos.

[...]

15 - Apelação parcialmente conhecida e, na parte conhecida não provida.⁴⁹

Portanto, sem maiores inovações em relação ao que foi dito a respeito das decisões do TRF2, verifica-se que prevalece o entendimento *deferente* às decisões administrativas da CVM e do CRSFN no TRF3.

5. Tribunais Regionais Federais da 4ª e da 5ª Região (“TRF4” e “TRF5”).⁵⁰

Na análise dos pouquíssimos acórdãos identificados nos sítios eletrônicos do TRF4⁵¹ e do TRF5,⁵² a questão da conveniência e oportunidade das decisões da CVM é novamente trazida à baila, implican-

49 BRASIL. Tribunal Regional Federal-3 (3ª Turma). Apelação Cível nº 0023128-68.1997.4.03.6100/SP. Relator: Desembargador Federal Nery Junior. *Diário de Justiça Eletrônico*, 03 dez. 2015.

50 A jurisdição do TRF4 e do TRF5 abrangem, respectivamente, as seções judiciárias dos Estados de Rio Grande do Sul, Santa Catarina e Paraná e Alagoas, Ceará, Pernambuco, Paraíba, Rio Grande do Norte e Sergipe.

51 <https://www.trf4.jus.br>

52 <https://www.trf5.jus.br>

do na sua insindicabilidade, à exceção de aspectos formais relativos ao devido processo legal e à obediência aos princípios da administração pública e da razoabilidade/proporcionalidade. Nesse sentido, cite-se, a título de exemplo, os seguintes acórdãos:

EMBARGOS À EXECUÇÃO FISCAL. PROCESSUAL CIVIL. NULIDADE DA SENTENÇA. APRECIÇÃO DE PROVAS. LAUDO PERICIAL. DÍVIDA NÃO TRIBUTÁRIA. MULTA ADMINISTRATIVA. COMISSÃO VALORES MOBILIÁRIOS - CVM. TRABALHO DE AUDITORIA INEPTO. PROCEDIMENTOS ADEQUADOS. DESPROVIMENTO.

[...]

3. Os elementos dos autos demonstram que o embargante deixou de adotar procedimentos técnicos estabelecidos pela legislação para o adequado trabalho de auditoria; emitindo, ao final, atestado infundado e que não representava a realidade, caracterizando a inépcia do trabalho e estando sujeito à penalidade de multa.

4. Com efeito, a CVM, no exercício de sua atividade fim e com base no juízo de conveniência e oportunidade que lhe é atribuído, concluiu que o trabalho realizado pelo embargante não atingiu os critérios mínimos de validade, devendo ser considerado inepto. Concluir de forma diversa seria ingressar indevidamente no mérito administrativo.

5. Recurso de apelação desprovido.⁵³

PROCESSO CIVIL. ADMINISTRATIVO. APELAÇÃO. AÇÃO DE PROCEDIMENTO COMUM. PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR.

53 BRASIL. Tribunal Regional Federal-4 (1ª Turma). Apelação cível nº 5008492-59.2015.4.04.7100/RS. Relator: Desembargador Federal Roger Raupp. *Diário de Justiça Eletrônico*, 19 nov. 2019.

MULTA. ATRASO NA ENTREGA DAS INFORMAÇÕES ACERCA DA ASSEMBLEIA GERAL ORDINÁRIA. [...]. REGULARIDADE DO PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR NUNCA INFIRMADA. MÉRITO ADMINISTRATIVO. [...]

[...]

2. Na origem: Trata-se de pretensão deduzida em juízo por CRISTIANE FREITAS BEZERRA LIMA em face da COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM, objetivando inclusive liminarmente a abstenção da prática de quaisquer atos tendentes a inscrever em dívida ativa a multa a ela aplicada contra si no bojo do PAS RJ2011/13095, com fundamento no disposto no art. 11, II, da Lei nº 6.385/76, pela parte ré no valor de R\$ 58.203,60, com a suspensão de sua exigibilidade. No mérito, requestou a declaração de inexistência de relação jurídica entre a autora e a ré, em face da incapacidade da CVM em fazer exigências a companhias de capital fechado.

[...]

5. A peleja devolvida nestes autos, cinge-se à discussão da legitimidade da multa aplicada pela CVM pelo atraso na entrega das informações acerca da assembleia geral ordinária de 24 de abril de 2011, cuja responsabilidade foi atribuída à parte autora, ora apelante, à época dos fatos, Diretora de Relações com Investidores da empresa FAE - Ferragens Aparelhos Elétricos S.A, ato praticado em contrariedade aos arts. 9º, caput, III, e § 1º, II, e 12, II, da Instrução CVM nº 481/2009.

[...]

7. À vista das condutas descritas imputadas à apelante no aludido relatório, parte integrante do processo administrativo, verifica-se que, de fato, a responsável pela pessoa jurídica não promoveu a entrega das referidas informações no prazo le-

gal previsto, reclamadas pela legislação que rege as empresas de capital aberto, entregues em 20 de abril de 2011, ultrapassado prazo previsto para 30 de março de 2011.

[...]

14. Com efeito, não demonstrados qualquer ofensa aos referidos princípios de ordem constitucional, a conclusão da existência ou não da falta e de sua conseqüente sanção administrativa refoge ao exame pelo Poder Judiciário, eis que se trata de mérito administrativo, insuscetível de apreciação judicial sob pena de violação à independência entre os poderes.

15. Portanto nada a reparar no édito recorrido, hígido por seus próprios e judiciosos fundamentos [...].

[...]

17. Apelação improvida.⁵⁴

6. Superior Tribunal de Justiça (“STJ”).

No STJ, foi localizado julgado, em recurso especial, em que se discute decisão da CVM que aplicou as penalidades de multa e de interdição temporária do exercício da função de administrador ao recorrente. No capítulo em que discute o mérito da questão, embora o voto condutor do Ministro Castro Meira realize uma análise detalhada do caso e da legislação aplicável, entende pelo não conhecimento do recurso sob a alegação de que se trataria do revolvimento do contexto fático/probatório, o que seria inadmissível pela via recursal eleita.

O recorrente também traz a alegação de *bis in idem*, sob o argumento de que teriam sido aplicadas duas penalidades pela mesma conduta. Nessa parte, o recurso é conhecido, mas desprovido,

54 BRASIL. Tribunal Regional Federal-5. Apelação Cível nº 0809917-85.2017.4.05.8100. Relator: Desembargador Federal Roberto Wanderley Nogueira. *Diário de Justiça Eletrônico*, 15 set. 2022.

com análise detalhada da legislação aplicável. O Relator entende que, embora à época, o artigo 11 da Lei nº 6.385/76 não deixasse explícita a possibilidade de aplicação cumulativa de penalidades, isso se deduziria da interpretação finalística da lei e da necessidade de permitir o adequado exercício do poder de polícia pela CVM. Além disso, a fundamentação do voto destaca que seria “completamente desproporcional” se aplicar a multa e, ao mesmo tempo, manter os administradores na gestão da companhia aberta supostamente prejudicada pela conduta destes. Da mesma forma, entende o Ministro que não seria razoável apenas interditar o exercício da função de administrador ao recorrente sem lhe aplicar a penalidade pecuniária.

No que interessa ao presente estudo, a fundamentação do recurso caminha também no sentido da *deferência* à decisão da CVM, ao destacar que:

Deve-se assegurar ao Poder Judiciário a apreciação da razoabilidade da atuação administrativa, porém este não pode simplesmente substituir a *mens legis*, inovando ou indo além do que o Legislativo previu, sob pena de usurpação da função do legislador e de completo menoscabo ao regime de tripartição de Poderes.⁵⁵

O caso foi decidido pela unanimidade dos ministros que integravam a 2ª turma do Tribunal.

Foram identificados também um recurso especial e um agravo interno referentes a penalidade aplicada pela CVM pela não divulgação de fato relevante por administradora de companhia aberta. O recurso especial não foi conhecido, por decisão monocrática, sob alegação de que isso implicaria no reexame do contexto fático-probatório e, no que cabe ao nosso objeto de estudo, deixou assentado o

55 BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial nº 1.130.103-RJ. Relator: Ministro Castro Meira. *Diário de Justiça Eletrônico* 30 ago. 2010.

entendimento no sentido do controle jurisdicional *deferente*. Conforme consta da decisão:

Esta Corte Superior tem entendimento de que o controle jurisdicional dos atos administrativos disciplinares "se limita ao campo da regularidade do procedimento, bem como à legalidade do ato, não sendo possível nenhuma incursão no mérito administrativo a fim de aferir o grau de conveniência e oportunidade, de modo que se mostra inviável a análise das provas constantes no processo disciplinar a fim de adotar conclusão diversa daquela à qual chegou a autoridade administrativa competente"⁵⁶.

Posteriormente, a decisão foi objeto de questionamento por agravo interno, ao qual se negou provimento.⁵⁷

Há também agravo contra decisão que não conheceu de recurso especial em que, expressamente, também se identifica o controle *deferente*.⁵⁸ Mais recentemente, identificamos decisão monocrática no sentido de não conhecer de recurso especial que questionava julgado em que a CVM condenava o recorrente pela criação de condições artificiais de demanda, oferta e preço de valores mobiliários. O recurso também não foi conhecido por razões formais.⁵⁹

Conclui-se, portanto, que, no STJ, também tem se adotado controle jurisdicional *deferente* das decisões da CVM/CRSFN.

56 BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial nº 1.888.183-RJ. Relatora: Ministra Regina Helena Costa. *Diário de Justiça Eletrônico*, 25 mar. 2021. Sem grifos no original.

57 BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Agravo Interno no Recurso Especial nº 1.888.183-RJ. Relatora: Ministra Regina Helena Costa. *Diário de Justiça Eletrônico*, 19 out. 2021.

58 BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Agravo no Recurso Especial nº 1.378.501-RJ. Relator: Ministro Sérgio Kukina. *Diário de Justiça Eletrônico*, 02 dez. 2019.

59 BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Decisão monocrática no Recurso Especial nº 2019924 - RJ (2022/0121992-6). Relator: Ministro Benedito Gonçalves. *Diário de Justiça Eletrônico*, 19 dez. 2022.

Em relação ao questionamento de decisões da CVM/CRSFN no que se refere à adoção do voto duplo de qualidade, à exceção daquelas proferidas pelo TRF2 e citadas acima, não foram localizadas outras decisões. No entanto, embora não questione decisões da CVM ou do CRSFN, merece registro a seguinte decisão do STJ, que trata do voto duplo de qualidade:

DIREITO ADMINISTRATIVO. ATIVIDADE SAN-
CIONATÓRIA OU DISCIPLINAR DA ADMINIS-
TRAÇÃO PÚBLICA. APLICAÇÃO DOS PRINCÍ-
PIOS DO PROCESSO PENAL COMUM. ARTS.
615, § 1º E 664, PARÁG. ÚNICO DO CPP. NULI-
DADE DE DECISÃO PUNITIVA EM RAZÃO DE
VOTO DÚPLICE DE COMPONENTE DO COLE-
GIADO. RECURSO PROVIDO.

1. Consoante precisas lições de eminentes doutri-
nadores e processualistas modernos, à atividade sancionatória ou disciplinar da Administração Pública se aplicam os princípios, garantias e normas que regem o Processo Penal comum, em respeito aos valores de proteção e defesa das liberdades individuais e da dignidade da pessoa humana, que se plasmaram no campo daquela disciplina.

2. A teor dos arts. 615, § 1º e 664, parág. Único do CPP, somente se admite o voto de qualidade – voto de Minerva ou voto de desempate – nos julgamentos recursais e mandamentais colegiados em que o Presidente do órgão plural não tenha proferido voto quantitativo; em caso contrário, na ocorrência de empate nos votos do julgamento, tem-se como adotada a decisão mais favorável ao acusado.

3. Os regimentos internos dos órgãos administrativos colegiados sancionadores, qual o Conselho da Polícia Civil do Paraná, devem obediência aos postulados do Processo Penal comum; prevalece,

por ser mais benéfico ao indiciado, o resultado de julgamento que, ainda que por empate, cominou-lhe a sanção de suspensão por 90 dias, excluindo-se o voto presidencial de desempate que lhe atribuiu a pena de demissão, porquanto o voto desempatador é de ser desconsiderado. 4. Recurso a que se dá provimento, para considerar aplicada ao Servidor Policial Civil, no âmbito administrativo, a sanção suspensiva de 90 dias, por aplicação analógica dos arts. 615, § 1º. e 664, parágrafo Único do CPP, inobstante o douto parecer ministerial em sentido contrário.⁶⁰

No julgamento proferido pelo STJ, verifica-se que foi aplicada uma penalidade a servidor de suspensão em primeiro grau administrativo e, em recurso para o órgão administrativo *ad quem*, foi verificado empate, tendo metade dos julgadores decidido pela aplicação da penalidade de suspensão e, outra metade, pela penalidade de demissão e, por voto duplo de qualidade, decidiu-se pela demissão, sendo tal decisão reformada pelo STJ, o qual entendeu que, em caso de empate, deveria ser aplicada a pena de suspensão, menos gravosa, adotando-se, por analogia, os artigos citados do Código de Processo Penal. Portanto, no caso, por se ter identificada a violação a uma garantia processual, o STJ reformou a decisão administrativa.

7. A posição dos magistrados de 1º grau.

Em nossa pesquisa de jurisprudência, foram localizadas duas decisões de juízes de primeiro grau que tratam especificamente do voto duplo de qualidade.

Em caso julgado pelo CRSFN e posteriormente questionado

60 BRASIL. Superior Tribunal de Justiça (Quinta Turma). RMS nº 24.559/PR. Relator: Ministro Napoleão Nunes Maia Filho. *Diário de Justiça Eletrônico*, 01 fev. 2010. Sem grifos no original.

por via judicial nos autos do processo nº 1044235-83.2022.4.01.3400, em trâmite perante a 13ª Vara Federal Cível da Seção Judiciária do Distrito Federal, em que foi questionada especificamente a tomada de decisão por voto duplo de qualidade no CRSFN, a segurança foi denegada para ser considerado legítimo o instituto, sob os seguintes fundamentos:

A questão dos autos gravita em torno da (i)legalidade do voto de qualidade proferido pela Presidente do CRSFN no julgamento do Recurso Administrativo nº 10372.100055/2021-87, e, (b) por consequência, o cômputo de votos do julgamento pelo colegiado do CRSFN no Recurso Administrativo nº 10372.100055/2021-87.

De início, cumpre ressaltar que a atuação do Poder Judiciário, nestes casos, limita-se ao exame da higidez do procedimento administrativo, notadamente no cumprimento dos parâmetros normativos de regência pela Administração.

O art. 54 do RICARF⁶¹ expressamente dispõe que “as turmas só deliberarão quando presente a maioria de seus membros, e suas deliberações serão tomadas por maioria simples, cabendo ao presidente, além do voto ordinário, o de qualidade.

O Tribunal Regional Federal da Primeira Região considera legal a regra disposta no art. 54 do RICARF. Cito, a propósito, os seguintes julgados: [...]

Tal o cenário, para os julgamentos administrati-

61 A citação ao Regimento Interno do Conselho Administrativo de Recursos Fiscais (RICARF) consta da decisão original. Contra esta sentença foi interposto recurso de apelação, ainda pendente de julgamento, sendo certo que, em vista de a decisão ter se baseado, em sua fundamentação, no RICARF, e não no Regimento Interno do CRSFN, foi arguida possível nulidade da sentença e concedido efeito suspensivo ao recurso.

vos concluídos antes das alterações promovidas pelo diploma normativo acima citado, deve-se, em obediência à posição pacificada pela Corte Regional, manter a aplicação da regra constante do art. 54 do Regimento Interno do CARF.

Nessa perspectiva, ausente ilegalidade e irregularidades no julgamento administrativo, a improcedência é medida que se impõe.

Tais as razões, DENEGO A SEGURANÇA vindicada (CPC, art. 487, D)". (Mandado de segurança nº 1044235-83.2022.4.01.3400; Juíza Federal RAQUEL SOARES CHIARELLI; Publicada em: 17/08/2022).⁶²

Outro foi o entendimento da 20ª Vara Federal Cível da Seção Judiciária do Distrito Federal nos autos do processo nº 0017326-94.2017.4.01.3400.⁶³ Analisando a questão, o Juiz Renato Coelho Borelli destacou⁶⁴:

Apesar disso, entendo que o valor das penalidades aplicadas deverão ser readequadas aos patamares sugeridos pelos 4 conselheiros vencidos

62 Em consulta ao *site* do Tribunal, verifica-se que, em face da sentença, foi interposto recurso de apelação, distribuído para a relatoria do Desembargador Federal: Daniel Paes Ribeiro, ainda pendente de julgamento, sendo certo que, conforme adiantado nesse processo, foi identificada decisão no sentido de dar efeito suspensivo ao recurso de apelação interposto contra a sentença que julgou improcedente o pedido de declaração de nulidade da decisão do CRSFN tomada com voto duplo de qualidade. BRASIL. (Tribunal Regional Federal-1. Processo 1031248-30.2022.4.01.0000).

63 Este processo é resultado da judicialização da decisão proferida nos autos do processo do CRSFN nº 10372.000046/2016-20 no qual foi utilizado o voto duplo de qualidade para aplicar a penalidade mais gravosa aos recorrentes.

64 DISTRITO FEDERAL. Tribunal de Justiça (20ª Vara Federal). Ação Ordinária nº 17326-94.2017.4.01.3400. /DF. *Diário de Justiça Eletrônico*, 23 nov. 2018. Sem grifos no original. Em face da sentença, foi interposto recurso de apelação, distribuído para a relatoria da Desembargadora Federal Maura Moraes Tayer, estando pendente de julgamento.

quando do julgamento do Recurso 13.779, que sugeriram a redução das penalidades à Vision para multa de R\$ 350.000,00 (trezentos e cinquenta mil reais) e ao Srç Araújo⁶⁵ para multa de R\$ 35.000,00 (trinta e cinco mil reais) e convolação da pena de inabilitação em advertência, isto porque, conforme entendimento deste juízo, já manifestado em outros feitos, é ilegal o voto de qualidade, devendo ser adotado o entendimento mais favorável ao indiciado. [...]

Com efeito, esse deve ser o entendimento, existindo, inclusive, movimentos das instituições contra o voto de qualidade, tanto da Ordem dos Advogados, que questiona quando o voto de qualidade é desfavorável ao contribuinte, quanto no Congresso Nacional, onde tramita projeto de lei tendente a abolir o referido voto (PL 6064/16). Ademais, o eg. STJ adota entendimento no sentido de que nas demandas administrativas deve ser aplicado o princípio do *in dubio pro contribuinte*, afastando a possibilidade de ser proferido voto de “qualidade” como ocorreu no caso sob exame: [...]

Dessa forma, segundo a sentença, deve ser desconsiderado o voto de qualidade, adotando-se a decisão mais favorável aos acusados.

Em ambas, não foi abordada a questão da *deferência* mas se identifica, na segunda decisão que, tendo o magistrado identificado uma violação a uma garantia constitucional do autor, entendeu que a decisão mereceria ser reformada.

Por fim, merece ser citada sentença proferida pela Juízo da 32ª Vara Federal da Seção Judiciária do Rio de Janeiro, na qual o juiz procede à ampla avaliação do mérito de decisão condenatória da CVM,

65 Esta é a redação original da sentença.

mantida pelo CRSFN, relativa a uso indevido de informação relevante ainda não divulgada ao mercado (*insider trading*). Chama a atenção a avaliação detalhada da matéria pelo magistrado, em sentença na qual julga procedente o pedido para declarar a nulidade do processo sancionador:

[...] tenho grande dificuldade em assimilar a ideia da existência de um campo de discricionariedade no âmbito do exercício do *jus puniendi* administrativo. Antes de tudo, porque não se afigura possível punir determinada pessoa por ter adotado conduta inconveniente ou inoportuna. Ou bem se praticou conduta contrária à lei, regulamento ou contrato, ou bem se obrou dentro da licitude. [...] Pode-se cogitar, no máximo, de uma esfera de discricionariedade técnica⁶⁶, envolvendo elementos próprios da especialização do órgão ou entidade responsável pela punição, em relação aos quais o Judiciário não teria ferramentas suficientes para o exercício do controle. [...] A análise de conversas relativas a tais operações e suas circunstâncias nada tem de matéria técnica inacessível ao órgão jurisdicional mas, ao revés, compõe

66 Sérgio Guerra questiona o conceito de “discricionariedade técnica”, que não seria diferente de uma discricionariedade administrativa pura: “Conclui-se que o termo “discricionariedade técnica” visa apenas a uma tentativa de limitação do controle jurisdicional, no sentido de evitar que escolhas técnicas da Administração não sejam substituídas pelas opções técnicas realizadas pelo juiz. A crítica, portanto, à tentativa de solucionar a “crise” da discricionariedade administrativa por meio da “discricionariedade técnica” começa na ausência, no atual ordenamento jurídico-constitucional brasileiro, de qualquer instituto juridicamente aplicável à segunda como uma pseudoespécie da discricionariedade administrativa que possa atender a uma fórmula que isole valores e questões políticas dos aspectos técnicos, supostamente despersonalizados e, portanto, mais legítimos que os outros. O Poder Executivo não goza de uma função discricionária estritamente técnica na expedição de seus atos, e, sim, nos casos em que se aplica, de uma discricionariedade técnica pura.” (GUERRA, Sérgio. *Discricionariedade, Regulação e Reflexividade* – uma nova teoria sobre as escolhas administrativas. 6ª edição, Belo Horizonte: Fórum, 2021. p. 215).

a rotina diuturna dos julgadores, que a todo momento põem-se a valorar e considerar provas obtidas, por exemplo, em interceptações telefônicas obtidas em investigação penal. Por isso, não há, em qualquer medida, violação à separação de poderes na pretensão e ampla e profunda revisão na valoração das provas empreendida pelos órgãos administrativos, e que redundaram na punição ora questionada.⁶⁷

Na sentença, de modo destoante da jurisprudência prevalente sobre a matéria, verifica-se uma postura *não deferente* à decisão da entidade técnica. Na linha do estudo de Jordão, anteriormente citado, no sentido de que se deve comparar a aptidão institucional de cada instituição (a autoridade administrativa *versus* o Poder Judiciária) para verificar qual delas estaria, *funcionalmente*, mais qualificada para tomar determinada decisão, o magistrado destaca claramente que, na matéria, que envolve, em maior medida, avaliação de fatos e produção de provas, comparativamente à análise técnica especializada, o magistrado se declara plenamente apto para avaliar a matéria, o que justificaria a postura *não deferente* que adota.

Conclusão.

No presente trabalho, pretendeu-se estudar a jurisprudência dos tribunais brasileiros e seu nível de *deferência* no controle de sanções administrativas aplicadas pela CVM e revistas pelo CRSFN a condutas ilícitas praticadas no mercado de capitais. Além disso, objetivou-se avaliar se, no caso de decisões tomadas com voto duplo de qualidade, haveria um grau maior ou menor de *deferência*. A partir dos casos estudados, verificou-se amplo nível de *deferência* dos tri-

67 Sentença constante dos autos do processo nº 0050244.31.2018.4.02.5101/RJ, proferida em 08/02/2022. Em face da sentença foi interposto recurso de apelação, distribuído em 11/09/2022 ao Desembargador Federal Marcelo da Fonseca Guerreiro, ainda pendente de julgamento.

bunais brasileiros, que justificam sua postura de autocontenção pela necessidade de respeito ao *mérito administrativo*, restringindo a análise a questões formais, como o respeito ao devido processo legal e aos princípios aplicáveis à Administração Pública, incluindo o princípio da razoabilidade ou da proporcionalidade. Em decisões tomadas com voto duplo de qualidade pelo CRSFN, verificou-se, especificamente no que se refere ao voto duplo de qualidade no CRSFN, igual nível de *deferência* nas decisões dos tribunais.

