

A REGULAÇÃO DOS PROBLEMAS DE AGÊNCIA PELA CVM: a supervisão e fiscalização das condutas de administradores e controladores de companhias abertas brasileiras.

CVM'S REGULATION OF AGENCY PROBLEMS: the supervision and inspection of decisions taken by managers and controlling shareholders

Victor Bourroul Holloway Ribeiro¹

RESUMO

Os potenciais problemas de agência na relação entre administradores e acionistas e na relação entre acionistas controladores e acionistas minoritários, estão sujeitos a estratégias legais e institucionais que visam reduzir os custos inerentes à estruturação da relação, à supervisão das ações e à exigência do cumprimento das atividades pelas partes. As estratégias legais adotadas no Brasil foram, principalmente, os mecanismos regulatórios de imposição de parâmetros de condutas e de divulgação de informações. Estas estratégias legais requerem uma atuação de instituições públicas e/ou privadas na supervisão e fiscalização das condutas dos administradores e controladores das companhias. Diante deste cenário, este artigo tem como objetivo descrever a atuação da Comissão de Valores Mobiliários na supervisão e fiscalização da atuação de administradores e controladores das companhias abertas brasileiras. Para tanto, foram coletados dados de documentos produzidos pela CVM que estão relacionados à sua atividade de supervisão e fiscalização.

PALAVRAS-CHAVE: Governança corporativa. Problema de agência. Regulação. Fiscalização. Custos de transação.

ABSTRACT

The contractual relationship between shareholders and managers and between controlling shareholders and the minority shareholders potentially generate agency problems. Those relationships can be regulated by legal strategies that play an important role in reducing agency costs, which include the costs of structuring, monitoring and bonding a set of contracts among agents. In addressing agency problems, the Brazilian legal system adopted general standards and disclosure procedures as a strategy. The importance of those strategies depends in large measure on the vigor with which they are enforced. Although, this paper describes CVM's (Brazilian Stock Exchange Commission) supervision of decisions and acts taken by managers and controlling shareholders.

KEYWORDS: Corporate governance. Agency problem. Regulation. Enforcement. Transaction costs.

¹ Mestrando em Direito e Desenvolvimento pela Direito GV, Bacharel em Direito pela Universidade Presbiteriana Mackenzie e Bacharel em Ciências Sociais pela Universidade de São Paulo.

1. Introdução

Desde a clássica obra de Berle e Means, *A moderna sociedade anônima e a propriedade privada*, diversos acadêmicos se dedicaram a entender o fenômeno da separação do controle da propriedade nas companhias abertas. Segundo Berle e Means, por este fenômeno, “o controle dos ativos físicos passou do proprietário individual para os executivos das instituições semipúblicas, enquanto o proprietário conserva seu interesse no produto e em seu crescimento.” (BERLE; MEANS, 1984, p. 37).

Segundo os autores, houve a reestruturação da propriedade “que antes combinava o pleno poder de manipulação com o direito absoluto de desfrutar dos produtos e dos lucros dos ativos físicos. Daí resultou a desintegração do antigo átomo de propriedade em suas partes componentes, o controle e o usufruto.” (BERLE; MEANS, 1984, p. 37).

Contudo, esta separação do controle da propriedade, segundo Berle e Means, poderia ocorrer em maior ou menor grau, dependendo da forma como o controle é exercido nas companhias. Visando mensurar a separação do controle da propriedade das companhias, o controle foi classificado em i) controle através da propriedade quase total; ii) controle majoritário; iii) controle através de um dispositivo legal sem propriedade majoritária; iv) controle minoritário; e v) controle administrativo. Desta forma, as companhias de controle minoritário e de controle administrativo teriam formado uma grande massa de acionistas sem nenhum controle sobre a riqueza, de forma que estas empresas poderiam ser consideradas semipúblicas.

Este fenômeno da separação da propriedade do controle na companhia aberta teve como consequência a acentuação da presença de diferentes interesses nas companhias. Esta consequência, apesar de não ter sido aprofundada, não passou despercebida por Berle e Means na clássica obra, de forma que eles sugeriram a existência de um potencial descasamento entre os interesses dos proprietários e dos controladores nas companhias abertas. Nesse sentido, expuseram os autores:

há alguma razão para supor que os indivíduos que controlam uma sociedade anônima moderna também queiram movimentá-la no interesse dos proprietários? A resposta depende do grau em que os interesses próprios dos indivíduos que dispõem do controle possam coincidir com os interesses dos proprietários e, à medida que diverjam, a resposta depende dos entraves ao uso do poder estabelecido por condições políticas, econômicas ou sociais. (BERLE; MEANS, 1984, p. 124)

Com base nestes diferentes interesses existentes nas companhias abertas, Fama e Jensen elaboraram, em *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and*

Ownership Structure (FAMA; JENSEN, 1983), a teoria da agência. Fama e Jensen definem *agency relationship* como um contrato pelo qual uma ou mais pessoas, os principais, delegam a outra pessoa, o agente, a execução de serviços em seu nome e interesse. Assim, nesta relação, se ambas as partes pretenderem maximizar suas utilidades individuais, haverá, então, fortes evidências de que o agente nem sempre atuará nos melhores interesses do principal.

O ponto central da teoria é que o interesse de uma das partes, o principal, depende das ações de outra parte, o agente. Nesta relação, o agente não compartilharia dos efeitos de suas ações e decisões, efeitos estes que ficariam restritos apenas ao principal (FAMA; JENSEN, 1983, p. 301). Com isso, pela teoria da agência haveria um potencial descasamento entre os interesses do agente ao agir e o interesse do principal. O problema, então, seria verificar se os benefícios seriam maiores que os custos de transação, custos estes representados por organizar institucionalmente a relação entre agente e principal, supervisionar as decisões e ações do agente e exigir o cumprimento das atividades pactuadas. Nesse sentido, o aparato institucional e regulatório importam na definição destes custos de transação.

Da teoria da agência decorreram diversos estudos sobre a relação entre agente e principal na governança corporativa das companhias abertas. Armour, Hansmann e Kraakman (2009) apontam três relações que apresentam o problema de agência nas companhias.

A primeira relação que apresenta um potencial problema de agência é a relação estabelecida entre os administradores e os acionistas. Este problema de agência está presente, principalmente, em companhias com propriedade acionária tão dispersa que o controle é exercido pelos próprios administradores. Nesse sentido, os administradores exerceriam a função de agente e tomariam as decisões relacionadas às companhias pretensamente no interesse dos acionistas, os principais.

A segunda relação em que o problema de agência estaria presente é na relação entre os acionistas controladores, exercendo o papel de agentes, e os acionistas minoritários, os principais da relação. Ela ocorre em companhias de capital aberto em que a propriedade acionária é relativamente concentrada, de tal forma que um proprietário ou grupo de proprietários possuem uma quantidade de ações que permitam e que garantam o interesse em controlar a empresa.

A terceira e última relação seria entre a companhia e outras partes com que a companhia tenha celebrado contratos, tais como, credores, empregados e consumidores. Para os fins deste artigo, estas relações não são importantes, de forma que não cabe aqui detalhá-las.

Conforme mencionado, a regulação e os arranjos institucionais exercem uma importante função na redução dos custos inerentes aos problemas de agência. Diante deste cenário, Armour, Hansmann e Kraakman (2009) traçaram o que consideraram ser as principais estratégias legais que lidam com os problemas de agência. Os autores dividem, para fins de compreensão, as estratégias legais em estratégias regulatórias e estratégias de governança.

As estratégias regulatórias para lidar com os problemas de agência limitam a capacidade de agir dos administradores e controladores ou estabelecer regras de afiliação. As regras que limitam a capacidade de agir, são regras que proíbem ou exigem comportamentos específicos ou que impõem parâmetros de comportamento (*general standards*). Por sua vez, as regras de afiliação definem regras de entrada e de saída da relação contratual estabelecida, são exemplos deste tipo de regras a obrigatoriedade dos agentes de divulgar certas informações antes de fecharem a contratação, a possibilidade de entrada apenas de investidores qualificados, o direito de dissidência e a possibilidade de venda da ação.

As estratégias de governança, por sua vez, estabelecem formas de distribuição dos poderes decisórios da companhia. As estratégias de governança são: poderes de nomeação e destituição de administradores; direitos do principal de iniciativa ou de ratificação de decisão; estratégias compensatórias ao agente e exigência de administradores independentes.

Os autores ainda expõem que a adoção de uma ou outra estratégia leva a diferentes mecanismos de *enforcement* e eficácia da estratégia legal. Se por um lado, as estratégias regulatórias exigem mecanismos de *enforcement* mais amplos, dependendo assim de uma autoridade externa para determinar se a regra foi violada ou não. Por outro lado, as estratégias de governança, para serem eficazes, exigiriam características internas das companhias, características estas que permitiriam aos principais que coordenassem e agissem a um baixo custo.

Analisando as regras do direito brasileiro, é possível constatar que o Brasil priorizou as estratégias regulatórias, mais especificamente priorizou as regras que impõem parâmetros e deixam a determinação do cumprimento da regra após o ato (*general standards*). Sobre as soluções adotadas pelo legislador brasileiro, Salomão Filho coloca que “[...] não há qualquer solução organizativa ou estrutural que permita dar vazão ao feixe de interesses envolvidos na sociedade” (SALOMÃO FILHO, 2011, p. 112).

Em se tratando de transações com partes relacionadas, o sistema jurídico brasileiro aposta em duas estratégias: i) regras de conduta com análise ex-post (*standards*); e ii) no âmbito da auto-regulação, regras de transparência obrigatória de informações relevantes

(*mandatory disclosure*). Por outro lado, diferentemente do padrão internacional o Brasil não utiliza mecanismos legais relacionados a aprovações do Conselho de Administração ou da Assembleia geral (SILVEIRA; PRADO; SASSO, 2008).

Diante da constatação da estratégia legal utilizada, cabe expor que tanto a técnica da transparência, quanto a técnica de divulgação de informações pressupõem uma atuação de pessoas e órgãos na fiscalização e supervisão dos agentes. Desta forma, pelo sistema jurídico brasileiro, a questão que resta é saber como a exigência do cumprimento (*enforcement*) destas regras, incluindo a fiscalização e punição, é realizada pelas instituições públicas e privadas.

No Brasil, a Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”), autarquia federal instituída pela Lei nº 6.385/76 (“Lei de Instituição da CVM”), é a agência reguladora competente para regular estas relações entre administradores, acionistas minoritários e acionistas controladores. Nesse sentido, a Lei de Instituição da CVM e o Regimento Interno da CVM, aprovado pelo Ministério da Fazenda pela portaria nº 327/77, atribuíram à CVM a finalidade de proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra atos ilegais de administradores e acionistas controladores das companhias abertas.

Visto o exposto, este artigo tem como objetivo verificar a atuação da CVM na fiscalização das relações entre administradores, acionistas minoritários e acionistas controladores nas companhias abertas brasileiras. Desta forma, este artigo tem os seguintes problemas de pesquisa: qual é a atuação da CVM na supervisão e fiscalização das decisões, deliberações e na condução dos negócios pela administração e pelo controle das companhias abertas brasileiras? A CVM tem uma postura ativa na fiscalização das relações entre administradores, acionistas controladores e acionistas minoritários ou assume uma postura passiva, apenas arbitrando os conflitos levados pelos agentes privados?

Mais especificamente, constituem objeto de estudo deste artigo, as decisões, deliberações e qualquer ato de condução dos negócios da companhia praticados pelos administradores e controladores e que sejam ilegais ou violadores da regulamentação. Foram, por conseguinte, excluídas do objeto de pesquisa as atividades dos administradores e controladores relacionadas a divulgação de informações. Este recorte foi feito para centrar o estudo na análise dos conflitos de interesses substanciais entre agentes e principais.

Para responder a estes problemas de pesquisa, será descrita a atuação da CVM na supervisão de eventuais condutas ilegais ou violadoras da regulamentação por parte dos administradores e controladores. Como explorado acima, a relação entre administradores e acionistas e a relação entre acionistas controladores e acionistas minoritários, são relações que têm potencial conflito de interesses e são caracterizadas como relações em que existe o

problema de agência. Diante da característica destas relações e diante da função da regulação e do aparato institucional na definição dos custos de transação, pretende-se verificar a atuação da CVM na supervisão e fiscalização dos administradores e controladores no exercício de suas funções. Uma atuação intensiva da CVM na supervisão e fiscalização das condutas dos administradores e controladores acarreta na diminuição dos custos de transação, o que pode valorizar as empresas listadas no mercado brasileiro e, conseqüentemente, reduzir o custo de captação de recursos no mercado (COFFE JR., 2007). Contudo, uma eventual atuação intensiva por parte da CVM depende de recursos públicos e das prioridades traçadas para a destinação destes recursos.

A atuação de supervisão da CVM, atualmente, é realizada pelo sistema de Supervisão Baseada em Risco. Desta forma, o método de pesquisa utilizado foi a coleta de dados em todos os documentos produzidos pela CVM que relatam sua atuação na supervisão de administradores e controladores de empresas.

Expostos os objetivos, o problema de pesquisa e a metodologia adotada, cabe apresentar a estrutura do artigo. Após esta introdução, no item 2 será apresentado o conceito de regulação no direito brasileiro e as competências regulatórias da CVM. Em seguida, no item 3 serão apresentadas evidências sobre uma possível mudança na atuação da CVM na supervisão e fiscalização dos regulados. No item 4.1 será apresentado o que é o sistema de Supervisão Baseada em Risco e os seus mecanismos institucionais. No item 4.2 serão descritas as ações de supervisão e fiscalização planejadas pela CVM para cada biênio. No item 4.3 serão apresentadas as ações de supervisão e fiscalização efetivamente realizadas pela CVM. No item 4.4 serão descritos os fatores limitadores da supervisão, elencados pela CVM. Por fim, no item 5 serão apresentadas as conclusões e considerações finais sobre a atuação da CVM.

2. Da competência regulatória da CVM

A Constituição Federal de 1988 instituiu a descentralização da economia, de forma que a iniciativa privada tem a garantia constitucional de poder controlar livremente os meios de produção. Nesse sentido, o artigo 170, inciso IV estabelece como princípio da ordem econômica a livre iniciativa. Indo além, o artigo 173 dispõe que “Ressalvados os casos previstos nesta Constituição, a exploração direta de atividade econômica pelo Estado só será permitida quando necessária aos imperativos da segurança nacional ou a relevante interesse coletivo, conforme definidos em lei”.

Apesar de instituir a economia como descentralizada, a Constituição Federal dispôs sobre a limitação ao particular, autorizando o Estado a intervir no domínio econômico. É no sentido de pautar as formas da relação entre o Estado e aqueles que exercem as atividades econômicas que a Constituição Federal dispõe em seu artigo 174: “Como agente normativo e regulador da atividade econômica, o Estado exercerá, na forma da lei, as funções de fiscalização, incentivo e planejamento, sendo este determinante para o setor público e indicativo para o setor privado.”

É possível depreender do artigo que, pela regulação, o Estado fica autorizado constitucionalmente a fiscalizar, incentivar e planejar a atividade econômica. Portanto, a administração pública, seja direta ou indireta, se relaciona com aqueles que exercem a atividade econômica sob estes parâmetros constitucionais.

Para esclarecer o argumento, cabe expor a clara explicação de Menezes de Almeida:

O conteúdo da regulação como atividade da Administração, importa, seja pela edição de ‘normas’, seja de atos de mera execução, as funções de (i) planejamento; (ii) incentivo (fomento); e (iii) fiscalização (controle). Caso a regulação envolva exercício de poder normativo, tal poder há de se resumir a: (i) edição de normas para tratar de assuntos *interna corporis* do órgão regulador; (ii) edição de normas para explicitar conceitos e definir parâmetros técnicos aplicáveis à matéria regulada; e (iii) edição de normas infralegais e, nos casos em que couber regulamento, infra-regulamentares, concretizando, assim, a previsão de normas superiores. (Menezes de Almeida, 2005, p. 85)

Com efeito, a Constituição Federal abriu a possibilidade de as agências reguladoras, como entes da administração pública indireta, terem a competência de fiscalizar, incentivar e planejar a atuação daqueles envolvidos na atividade econômica específica daquela agência. Para que se passe da possibilidade constitucional para uma competência jurídica, é necessário que a lei de instituição da agência reguladora atribua expressamente estas competências à autarquia.

Em síntese, a Constituição Federal fez a opção de liberar a atividade econômica, mas permitiu que o Estado, na forma da lei, regule e limite a atuação dos atores privados neste exercício. Inobstante a tal afirmação, Nelson Eizirik expôs a ideia da seguinte forma:

Com efeito, o Estado pode, alternativamente, substituir-se por inteiro às forças do mercado, ou então deixar o mercado livre de quaisquer controles. Ao regular determinado mercado, porém, o Estado implica duas decisões básicas: a) não eliminar as forças do mercado, por considerar ser sua sobrevivência de interesse público; e b) estabelecer, por outro lado, limitações aos participantes no mercado, reconhecendo a existência de imperfeições e dispondo-se a eliminá-las ou pelo menos reduzi-las. (Eizirik, 1982, p. 48)

Visto a previsão constitucional da atuação do Estado na regulação da atividade econômica, cabe, então, verificar como a lei infraconstitucional atribuiu a competência regulatória à CVM.

No artigo 4º, incisos I e II da Lei de Instituição da CVM foi atribuída à autarquia, respectivamente, a finalidade de “estimular a formação de poupanças e a sua aplicação em valores mobiliários” e “promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações, e estimular as aplicações permanentes em ações do capital social de companhias abertas sob controle de capitais privados nacionais”. Por estas finalidades atribuiu-se à CVM a competência de incentivar o mercado de valores mobiliários, atividade econômica regulada pela CVM.

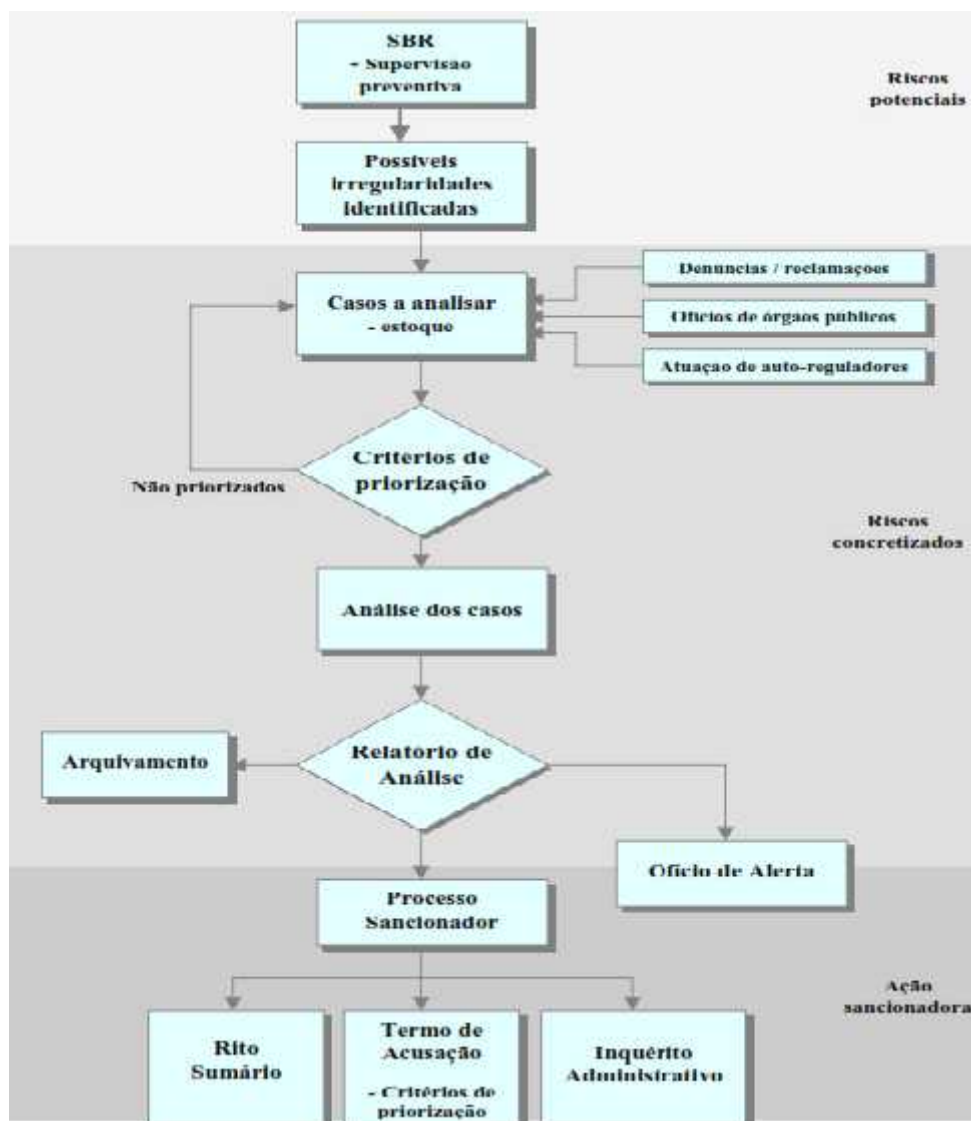
No que diz respeito a competência de regular por promulgação de normas infralegais e infraregulamentares, o artigo 8º da Lei de Instituição da CVM autorizou à CVM a “regulamentar, com observância da política definida pelo Conselho Monetário Nacional, as matérias expressamente previstas nesta Lei e na lei de sociedades por ações”.

No mesmo artigo 8º é conferida à CVM a competência fiscalizatória. Cabe ressaltar que a legislação ao conferir à agência reguladora a competência de fiscalizar, o fez em dois incisos distintos, sendo que no inciso III ressaltou a fiscalização da divulgação de informações e no inciso V destacou a fiscalização das companhias. Assim foram estipuladas as competências fiscalizatórias da CVM: “III - fiscalizar permanentemente as atividades e os serviços do mercado de valores mobiliários, de que trata o Art. 1º, bem como a veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele participem, e aos valores nele negociados” e “V - fiscalizar e inspecionar as companhias abertas dada prioridade às que não apresentem lucro em balanço ou às que deixem de pagar o dividendo mínimo obrigatório”.

Por fim, cabe expor que o poder de fiscalizar também compreende o poder de aplicar sanções. Nesse sentido, o artigo 11 da Lei de Instituição da CVM dispôs que a CVM pode impor aos infratores das normas desta lei, da lei de sociedades por ações, das resoluções da CVM e de outras normas legais, as penalidades de advertência, multa, suspensão do exercício de cargos e inabilitação temporária.

Para o exercício de sua competência regulatória, incluindo a competência de fiscalizar, a CVM pode praticar atos específicos. Alguns destes atos são: instruções normativas, nota explicativa, pareceres de orientação, pareceres, ofícios circulares, ofício alerta, inquérito administrativo, termo de acusação, termo de compromisso, julgamento do processo administrativo sancionador. A Figura 1 apresenta o fluxograma de atuação da CVM em sua atuação fiscalizatória.

Figura 1: Diagrama da atuação da CVM até a ação sancionadora



Fonte: Plano Biental CVM 2009-2010

A exposição dos procedimentos e dos atos da CVM se justifica para situar exatamente a pesquisa empírica realizada neste artigo em um contexto geral de competências, funções e atuação da CVM. Como visto, a CVM tem diversas formas de atuar frente aos regulados, podendo esta atuação variar entre formas mais consensuais até formas mais imperativas. Para situar a pesquisa realizada no fluxograma geral de atuação da CVM, cabe expor que, do estoque de casos a analisar apresentado no diagrama da Figura 1, é possível que os casos tenham origem interna, pela atuação da CVM na supervisão preventiva, ou tenham origem externa, pelas denúncias e reclamações de atores do mercado, ofícios de órgãos públicos e a atuação de auto-reguladores.

A pesquisa realizada, portanto, tem como objeto não toda atuação fiscalizatória da CVM, mas especificamente a atuação da CVM na supervisão preventiva, baseada na

Supervisão Baseada em Risco. Com isso, não faz parte do objeto de pesquisa a fiscalização de casos que tenham origem externa. Este recorte tem como objetivo centrar o foco na descrição da atuação da CVM para detectar eventuais ilegalidades e irregularidades praticadas pelos administradores e controladores no exercício de suas atividades e não a fiscalização de reclamações ou denúncias.

Para explorar a atuação de supervisão e fiscalização da CVM nos casos relacionados às relações entre acionistas controladores, acionistas minoritários e administradores, será apresentado o sistema de Supervisão Baseada em Risco, o qual estabelece mecanismos de organização e priorização da atuação fiscalizatória da CVM. Para apresentar a Supervisão Baseada em Risco, serão apresentados dados dos documentos relacionados a ação baseada na Supervisão Baseada em Risco. Após apresentado o que é a Supervisão Baseada em Risco e a ação planejada pela CVM, serão apresentados os dados de documentos da CVM que demonstram as ações fiscalizatórias de fato realizadas pela CVM. Mas antes, vejamos o contexto em que surge.

3. Uma mudança na atuação da CVM

Como exposto acima, a competência regulatória da CVM, incluindo a competência de supervisionar e fiscalizar, está prevista em lei e tem respaldo constitucional. Contudo, a prática dos atos administrativos baseados na competência regulatória possuem elementos discricionários, ou seja, possuem elementos que são livremente definidos pela administração pública, sem esta estar vinculada a determinada conduta.

Então, como regra geral, cabe à CVM a definição da oportunidade e da conveniência de praticar alguns atos administrativos relacionados à supervisão e fiscalização dos regulados. Com isso, em geral, a CVM pode, a seu critério, atuar de forma mais intensiva ou menos intensiva na supervisão e fiscalização dos administradores e controladores.

Visto isto, é representativo apresentar alguns dados coletados do Plano Estratégico 2005-2007, elaborado pela CVM. Neste plano estratégico, a CVM apresenta uma mudança no foco de atuação, já que “a abrangente reforma regulatória encontra-se praticamente concluída”. A nova fase de atuação da CVM priorizaria a fiscalização e o cumprimento da regulamentação já estabelecida, sendo que “a atuação enfatizará a promoção e o respeito às regras estabelecidas, de forma que o mercado e a sociedade brasileira possam colher plenamente os benefícios da regulação. O foco será a fiscalização e a otimização do sistema estabelecido [...]” (Plano Estratégico 2005-2007, p. 4)

Indo além, a CVM relata que a atuação na supervisão e fiscalização dos regulados era reativa e que pretendia tornar esta atuação mais proativa a partir do ano de 2006, como se pode constatar no seguinte trecho:

A fiscalização das companhias abertas, tradicionalmente, tem sido reativa, baseada na apuração de denúncias e na aplicação de multas cominatórias automáticas, quando da não-observância de prazos regulamentares.

No primeiro semestre de 2006, pretende-se implantar, com recursos provenientes do Empréstimo do Banco Mundial, um sistema eletrônico de registro e acompanhamento de companhias abertas. A especificação do sistema prevê uma série de filtros que examinarão as informações enviadas pelas companhias abertas e gerarão relatórios de alerta para os técnicos da CVM. Assim, a fiscalização das companhias tornar-se-á mais proativa. (Plano Estratégico 2005-2007, p. 5)

Ainda segundo o Plano Estratégico 2005-2007 esta mudança de postura da administração pública como ente regulador ativo seria uma tendência mundial que decorreria da “onda internacional de escândalos corporativos”. Esta mudança na atuação do órgão regulador foi fundamentada muito no argumento de que este é o maior promotor da confiança dos investidores.

Interessante notar que, conforme será detalhado a seguir, a Supervisão Baseada em Risco foi imposta à CVM em 2006, pela Resolução CMN nº 3.513/06. Por esta resolução foi exigida a publicação do primeiro Plano Bienal até 31 de dezembro de 2007, prazo este que foi prorrogado para o dia 31 de dezembro de 2008 pela Resolução CMN nº 3.427/06.

Portanto, pelo Plano Estratégico 2005-2007 é possível constatar que uma atuação proativa por parte da CVM na fiscalização e supervisão dos regulados passou a ser estruturada em 2006. Mesmo ano em que o Conselho Monetário Nacional (“CMN”) exigiu a criação de mecanismos institucionais de planejamento das ações de supervisão da CVM. Com isso é possível notar que houve uma mudança na atuação da CVM, cabe, contudo, verificar como ela está sendo estruturada e quais as suas consequências.

4. A Supervisão Baseada em Risco

Para expor os resultados relacionados a Supervisão Baseada em Risco, o item será subdividido em 3 subitens. No subitem 4.1 será apresentado o que é e como é estruturada a Supervisão Baseada em Risco. No subitem 4.2 serão apresentadas as ações de supervisão e fiscalização planejadas pela CVM nos Planos Bienais de 2009-2010, 2011-2012 e 2013-2014. No subitem 4.3 serão apresentados, com base nos “Relatórios Semestrais” e “Resultados do

Plano Bienal”, as atuações da CVM efetivamente realizadas. Por fim, no subitem 4.4. serão descritos os fatores limitadores da supervisão elencados pela CVM nos Relatórios Semestrais.

4.1. O que é a Supervisão Baseada em Risco e como é operacionalizada?

O sistema normativo atribuiu à CVM o exercício de diversas competências, objetivando assim que esta autarquia atinja as finalidades que motivaram sua instituição. Contudo, diante dos limites nos recursos humanos e orçamentários inerentes a administração pública, não é possível que esta autarquia exerça de forma plena, geral e irrestrita toda e qualquer ação que a ela compete.

Diante de tal cenário e visando conferir parâmetros de priorização das ações da CVM, o artigo 9º, parágrafo 4º da Lei 6.385/76, dispôs que “na apuração de infrações da legislação do mercado de valores mobiliários, a Comissão [de Valores Mobiliários] deverá dar prioridade às infrações de natureza grave, cuja apenação proporcione maior efeito educativo e preventivo para os participantes do mercado.”

O Conselho Monetário Nacional, como órgão deliberativo máximo do Sistema Financeiro Nacional, tem, pelos incisos I e III do artigo 3º da Lei 6.385/76, a competência para “definir a política a ser observada na organização e no funcionamento do mercado de valores mobiliários” e de “fixar a orientação geral a ser observada pela Comissão de Valores Mobiliários no exercício de suas atribuições”.

Com vistas na implementação de parâmetros de priorização das ações da CVM e exercendo as atividades de sua competência, o Conselho Monetário Nacional emitiu a resolução nº 3.427/06, a qual em seu artigo 1º dispôs que “A política a ser adotada na organização e na supervisão do funcionamento do mercado de valores mobiliários pela Comissão de Valores Mobiliários, bem como na orientação geral de suas atividades finalísticas, deve contemplar um modelo de supervisão baseado em risco, na forma estabelecida nesta Resolução.”

Para implementar este Sistema de Supervisão Baseada em Risco, a Resolução CMN nº 3.427/06 impôs pelo artigo 2º que a CVM adotasse “mecanismos institucionais de organização de suas atividades e de priorização de suas ações de regulação e fiscalização, capazes de permitir a identificação, o dimensionamento, a mitigação, o controle e o monitoramento dos riscos que possam afetar a implementação de seus mandatos legais.”

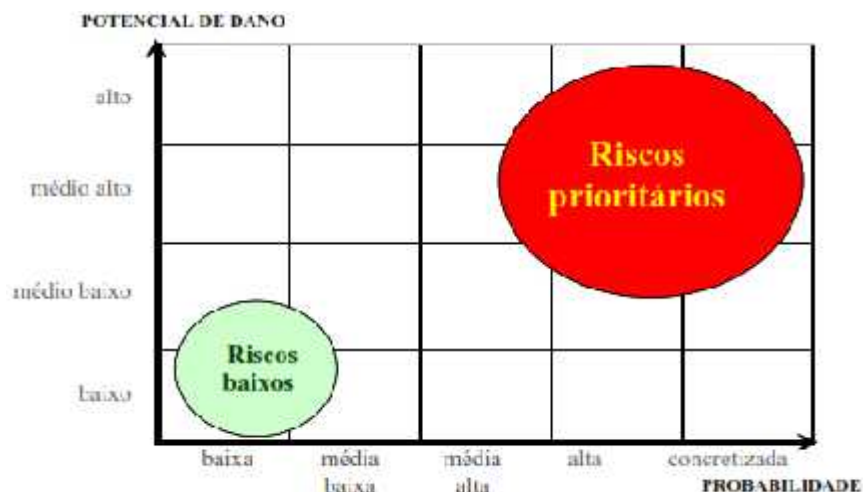
Desta forma, a CVM, visando efetivar o Sistema de Supervisão Baseado em Risco e criar os mecanismos institucionais de sua implementação, aprovou e emitiu a Deliberação CVM nº 521/07, posteriormente alterada pela Deliberação CVM nº 568/09. Por esta

deliberação, a CVM regulamentou o Sistema de Supervisão Baseada em Risco e estabeleceu os mecanismos institucionais de organização de suas atividades e de priorização das suas ações, conforme exigido pela Resolução CMN nº 3.427/06.

A citada deliberação da CVM, portanto, instituiu que as atividades de supervisão e fiscalização da CVM passariam a ser conduzidas de acordo com um Plano Bienal de Supervisão, no qual seriam definidas as ações de supervisão prioritárias. Nesse sentido, o Plano Bienal delinearía as ações gerais pelas quais os mandatos da CVM seriam executados. Para estabelecer a organização e planejamento da atuação da CVM na supervisão e fiscalização dos regulados, o Plano Bienal traçaria os eventos de risco a serem supervisionados, assim como os critérios de priorização dos casos a serem fiscalizados.

Ao estipular os critérios para priorização dos casos a serem supervisionados, os regulados seriam classificados quanto à Probabilidade de Ocorrência e quanto ao Potencial de Dano na ocorrência do evento. Com estas variáveis, a CVM traça nos Planos Bienais uma matriz de risco, conforme Figura 2, na qual os regulados são alocados. A partir desta matriz de risco, a CVM verifica os riscos inerentes a cada regulado ou de cada caso e organiza suas ações de supervisão e fiscalização.

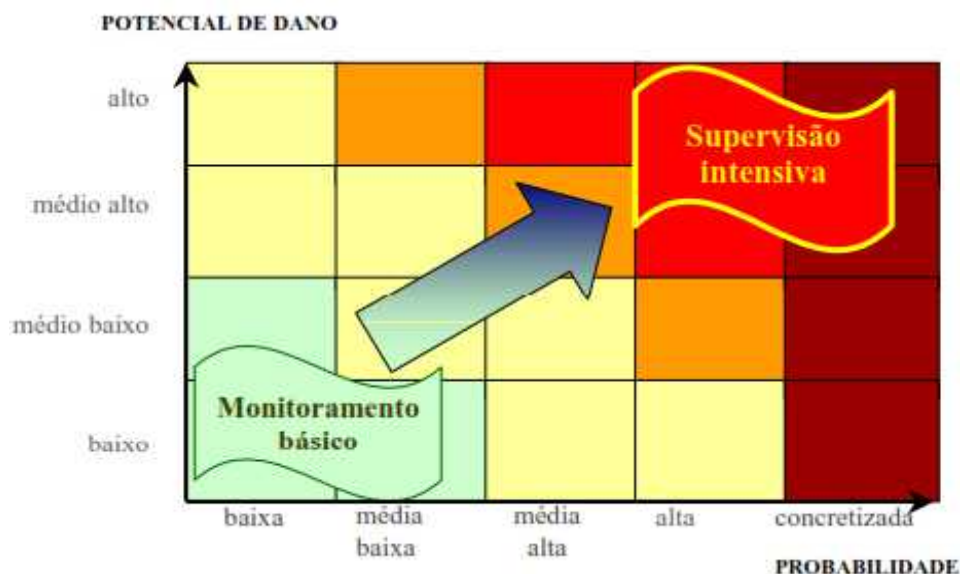
Figura 2 – Modelo conceitual da Matriz de Risco



Fonte: Plano Bienal CVM 2009-2010

A organização da atuação da CVM e a priorização de suas ações, por conseguinte, passariam a ser pautadas, principalmente, por esta matriz de risco. De acordo com a classificação dos regulados nesta matriz de risco, a CVM exerceria uma supervisão e fiscalização de forma mais moderada ou de forma mais intensiva, como deixa claro a Figura 3.

Figura 3: Modelo conceitual de intensidade das ações de supervisão



Fonte: Plano Bienal CVM 2009-2010

Para finalizar a análise do modelo institucional da Supervisão Baseada em Risco, cabe expor que além dos eventos de risco, os Planos Bienais devem traçar as supervisões temáticas. As supervisões temáticas seriam, então, utilizadas pelas Superintendências da CVM como instrumento complementar de supervisão preventiva. Nesse sentido,

sempre que a área detecta, na atividade de supervisão preventiva, a existência de um número significativo de operações que apresentam características comuns e desvios em relação ao comportamento exigido na legislação, tal tema é selecionado para enfoque da fiscalização temática. A supervisão temática também é utilizada pela área para verificar a aderência dos agentes às determinações de uma nova legislação expedida. (Plano Bienal 2009-2010)

4.2. Planejamento da supervisão nos Planos Bienais

Para descrever a atuação pretendida pela CVM na supervisão e fiscalização pelo Sistema de Supervisão Baseada em Risco, foram analisados os Planos Bienais 2009-2010, 2011-2012 e 2013-2014. A partir da observação dos Planos Bienais é possível expor a supervisão e fiscalização exercida pela CVM sobre as decisões, deliberações e condução da companhia por parte dos administradores e controladores.

As ações de supervisão e fiscalização organizadas pela CVM nos Planos Bienais são divididas de acordo com os regulados submetidos à CVM. Desta forma, nos Planos Bienais observados, os eventos de risco traçados pela CVM são divididos em eventos relacionados às Empresas, aos Fundos de Investimento, aos Intermediários e, a partir do plano Bienal 2009-2010, aos auditores independentes. Como as infrações objeto deste artigo estão relacionadas

ao exercício do controle e da administração das companhias, cabe verificar apenas os eventos de risco traçados para as empresas, de forma que não foi observado o planejamento traçado para outros regulados (Fundos de Investimento, Intermediários e Auditores Independentes).

Como eventos de risco traçados para as empresas, todos os Planos Bienais analisados, partiram de uma divisão das ações da CVM, para, após isso, traçar especificamente as operações a serem supervisionadas. A divisão feita nos Planos Bienais pela CVM reforça o recorte feito no presente trabalho. O presente trabalho, como exposto acima, selecionou apenas infrações relacionadas a conflitos de agência, ou seja, conflitos na relação entre administradores e acionistas e entre acionistas controladores e acionistas minoritários. Seguindo esta mesma lógica, a CVM expressamente dividiu, nos Planos Bienais analisados, suas ações em:

- a) Acompanhamento das informações periódicas e eventuais divulgadas ao mercado pelas companhias, verificando sua disponibilização oportuna e sua qualidade, de modo a possibilitar a tomada de decisão pelo investidor de forma consciente. Estas ações verificariam as seguintes infrações:

Evento de Risco nº 1 - Não prestação ou atraso na entrega das informações periódicas por parte das companhias;

Evento de Risco nº 2 - Não divulgação, pelas companhias, seus administradores ou acionistas, de informações úteis, com qualidade adequada e suficientes à tomada de decisão pelos investidores, ou sua divulgação de forma assimétrica, intempestiva ou incompleta;

Evento de Risco nº 3 - Elaboração e divulgação, pelas companhias, das informações econômico-financeiras em desacordo com a regulamentação vigente e com as disposições estatutárias das sociedades.

- b) Acompanhamento da atuação dos administradores e acionistas controladores das companhias, verificando a observância do respeito ao interesse social e aos direitos dos acionistas, de modo a fortalecer a confiança dos investidores no mercado. Esta ação verificaria a conduta de regulados que possam ter:

Evento de Risco nº 4 - Irregularidades nas propostas e decisões da administração, nas deliberações em assembleias gerais e na condução dos negócios por parte dos controladores e órgãos de administração.

Portanto, diante desta clara divisão realizada pela CVM nos Planos Bienais, os eventos de risco relevantes a este artigo são os eventos de risco nº 4 traçados para as empresas.

Contudo, para efetivar a supervisão sobre estes eventos de risco nº 4 das empresas, a CVM traçou especificamente as atividades e operações realizadas pelos administradores e controladores que seriam supervisionadas de acordo com a Supervisão Baseada em Risco. As atividades e operações traçadas como de supervisão prioritária pelos Planos Bienais analisados, foram listadas na Tabela 1.

Tabela 1 – Atividades e operações de supervisão prioritária

	Plano Bienal 2009 – 2010	Plano Bienal 2011 – 2012	Plano Bienal 2013 – 2014
Operações de fusão, cisão e incorporação	Prioritária	Prioritária	Prioritária
Operações de aquisições	Não prioritária	Prioritária	Não prioritária
Operações com partes relacionadas	Prioritária	Prioritária	Prioritária
Retenções indevidas de saldos de lucros	Prioritária	Não prioritária	Não prioritária
Aumento de capital por subscrição privada	Prioritária	Prioritária	Prioritária
Redução de capital	Não prioritária	Não prioritária	Prioritária
Conversão de ações	Não prioritária	Não prioritária	Prioritária
Supervisão Temática: planos de opções de compra de ações para administradores ou empregados	Não prioritária	Prioritária	Prioritária

Fonte: Produção própria com dados dos Planos Bienais

Estas foram, portanto, as ações planejadas pela CVM sob o fundamento da Supervisão Baseada em Risco. Antes de verificar como estas ações planejadas foram de fato concretizadas, é importante apresentar os critérios que formaram a Matriz de Risco, a qual é utilizada, na maioria dos casos, como parâmetro de priorização da ação sobre alguns regulados em detrimento de outros.

Os critérios para definição da Matriz de Risco foram descritos na Tabela 2 e tiveram poucas variações substanciais e quantitativas nos Planos Bienais.

Tabela 2 – Critérios para definição da Matriz de Risco

	Plano Bienal 2009 – 2010	Plano Bienal 2011 – 2012	Plano Bienal 2013 – 2014
Probabilidade de Ocorrência do Evento de Risco 4	Número médio de: Processos de reclamação ou denúncia Termos de Acusação Propostas de Instauração de Inquérito		
Potencial de Dano	Participação das ações em índices de liquidez; Valor do patrimônio líquido; Dispersão acionária (ou número de acionistas); Mercado de negociação (ou tipo de categoria de emissor); Tipo de registro.		

Fonte: Produção própria com dados dos Planos Bienais

Descritas as atividades e as operações dos eventos de risco traçadas como prioritárias pela CVM, assim como descritos os critérios para priorização da fiscalização de certos regulados, passemos, então, para a descrição da atuação realizada pela CVM.

4.3. A Supervisão realizada

Neste item serão descritas as ações praticadas pela CVM na fiscalização e supervisão de irregularidades nas propostas e decisões da administração, nas deliberações em assembleias gerais e na condução dos negócios por parte dos controladores e órgãos de administração. No item 4.2 foram apresentadas as ações planejadas pela CVM, as ações que a CVM, visando mitigar os riscos traçados, planejou praticar em cada biênio. Neste item, por sua vez, serão apresentadas as ações que, com base nos respectivos Planos Bienais, foram de fato tomadas pela CVM.

Para a coleta de dados, foram utilizados como fonte de informação os Relatórios Semestrais elaborados pela CVM, os quais têm como previsão legal a Deliberação CVM nº 521/07, assim como eventuais Resultados do Plano Bienal, publicados ao fim do biênio. Apesar de estes documentos serem uma importante e rica fonte de informação, é importante ressaltar algumas restrições e limitações que esta fonte de dados impõe. Em primeiro lugar, estes documentos são elaborados pela própria CVM, de forma que sua utilização como fonte de dados está restrita às ações que a CVM reporta que praticou, sendo impossível verificar como essas ações foram tomadas e se elas de fato foram tomadas. A segunda ressalva se refere ao tipo das informações constantes nestes documentos. Os documentos têm como principal objetivo reportar dados quantitativos das ações da CVM, ficando a apresentação das ações em seu aspecto qualitativo restrita a certas ações pontuais e específicas.

As operações e atividades traçadas como prioritárias pela CVM nos Planos Bienais foram apresentadas na Tabela 1. Apesar de constarem na Tabela 1, as operações e atividades do Plano Bienal 2013-2014 não foram consideradas para análise das ações tomadas, já que estas ações planejadas estão em seu primeiro semestre de implementação, não existindo, até a data do fim da coleta dos dados, nenhum Relatório Semestral. Diante disso, as ações e operações foram agrupadas da seguinte forma: (i) operações de aquisição, fusão, cisão e incorporação de companhias; (ii) operações com partes relacionadas; (iii) retenções indevidas de saldos de lucros; (iv) aumento de capital por subscrição privada; e (v) planos de opções de compra de ações para administradores ou empregados.

4.3.1. Operações de aquisição, fusão, cisão e incorporação de companhias

As ações de supervisão e fiscalização da CVM relacionadas a Supervisão Baseada em Risco foram relatadas na Tabela 3. É possível notar que, apesar de relatar a instauração

para análise da maioria dos casos enquadrados como prioritários, não foram registrados muitos casos em que a CVM constatou irregularidades.

Tabela 3 – Relatório de operações de aquisição, fusão, cisão e incorporação de companhias

	2009.1	2009.2	2010.1	2010.2	2011.1	2011.2	2012.1	2012.2	Total
Operações Anunciadas	69	66	43	67	45	66	69	55	480
Operações de supervisão prioritária	19	46	26	30	11	12	12	6	162
Instaurados para análise	35	29	14	24	11	12	12	6	143
Encerradas	14	27	11	10	11	4	16	16	109
Sem irregularidades	13	0	11	8	4	3	3	12	54
Irregularidades de informação sanadas	0	0	0	2	6	0	0	4	12
Envio de Ofício Alerta	1	1	0	0	1	1	12	0	16
Termo de Acusação	0	0	0	0	0	0	1	0	1

Fonte: Produção própria com dados dos Relatórios Semestrais

4.3.2. Operações com partes relacionadas

Apesar das operações com partes relacionadas terem sido traçadas como evento de risco em todos os Planos Bienais, foram poucos os relatórios semestrais que apresentaram ações da CVM na supervisão deste tipo de operação. No Relatório Semestral 2009.2, a supervisão se restringiu a análise da divulgação das informações relacionadas a este tipo de operação. No Relatório Semestral de 2010.2, a CVM apresenta o envio de 34 ofícios em decorrência das ações de supervisão. No Relatório Semestral 2012.1, 28 companhias tiveram operações analisadas, foram instaurados 17 processos para análise das operações, 3 foram arquivados, 3 ofícios foram enviados com os processos sendo arquivados e em 1 caso foi feito termo de acusação. No Relatório Semestral 2012.2, 17 companhias tiveram operações analisadas, foram instaurados 17 processos para análise de operações, 1 foi arquivado, foram feitas 9 recomendações de aprimoramento de controles internos e em 7 operações foram verificados indícios que podem levar a elaboração de Termo de Acusação. Nos relatórios 2009.1, 2010.1, 2011.1 e 2011.2 não foram exercidas ações de supervisão.

4.3.3. Retenções indevidas de saldos de lucros

As operações de retenções indevidas de saldos de lucros só foram consideradas como prioritárias no Plano Bienal 2009-2010. Em relação a estas operações a CVM atuou apenas no segundo semestre de 2009, de forma que no Relatório Semestral 2009.2, 10 casos foram identificados, 7 considerados regulares e em 3 houve atuação da Superintendência da CVM.

4.3.4. Aumento de capital por subscrição privada

As atuações da CVM na supervisão de operações de aumento de capital por subscrição privada foram descritas na Tabela 4. Da Tabela 4 pode ser verificado que a supervisão da CVM, nos Relatórios 2011.2 e 2012.1, constatou algumas irregularidades e tomou algumas medidas sobre elas, principalmente enviando Ofícios Alerta, mas também elaborando Termos de Acusação. Mas é importante notar que antes do Relatório 2011.1 não foram tomadas ações sancionatórias substantivas e antes de 2010.2 não foram constatadas irregularidades nos casos analisados.

Tabela 4 – Relatório de operações de aumento de capital por subscrição privada

	2009.1	2009.2	2010.1	2010.2	2011.1	2011.2	2012.1	2012.2	Total
Operações Anunciadas	100	57	73	71	98	65	142	118	724
Operações de supervisão prioritária	Plano não estipulou critério				15	13	20	14	62
Instaurados para análise	41	17	11	11	13	11	20	14	138
Encerradas	11	30	11	9	4	11	10	17	103
Sem irregularidades	11	30	11	4	0	2	0	0	58
Irregularidades de informação sanadas	0	0	0	3	3	6	0	0	12
Irregularidades constatadas e arquivamento	0	0	0	2	0	0	0	0	2
Envio de Ofício Alerta	0	0	0	0	1	1	30	1	33
Termo de Acusação	0	0	0	0	0	2	0	0	2

Fonte: Produção própria com dados dos Relatórios Semestrais

4.3.5. Supervisão Temática: planos de opções de compra de ações para administradores ou empregados

Conforme exposto acima, no Plano Bienal 2009-2010 não foram estipuladas supervisões temáticas, e o acompanhamento de planos de opções de compra de ações para administradores ou empregados foi estipulado pelos Planos Bienais 2011-2012 e 2013-2014. Até o 1º semestre de 2012 não haviam sido tomadas ações na supervisão e fiscalização destes planos. No 2º semestre de 2012 foram analisados 15 planos de opções, sendo que foi constatado que, em geral, o Conselho de Administração possui amplos poderes para definir condições nestes planos, como remuneração, preço de exercício, período de “vesting”, não tendo sido, portanto, detectados indícios de infrações. Apenas em um dos planos, a CVM reporta que não estava claro o preço de recompra das ações cujo direito de usufruto é

outorgado aos beneficiários, de forma que a CVM expediu Ofício para que seja comunicada sobre a negociação privada sobre esta definição.

4.4. Fatores limitadores da supervisão

Por fim, cabe expor que nos Relatórios Semestrais, a CVM ainda expõe os fatores limitadores à implementação e execução do Plano Bienal. Em todos os Relatórios Semestrais a CVM apontou como limitação à execução das ações planejadas problemas com os sistemas informatizados e a carência de recursos humanos.

Os problemas com sistemas informatizados apontados nos Relatórios Semestrais estavam relacionados a necessidade e implantação de um novo software e na migração da base de dados para este novo software. Segundo a CVM, o sistema informatizado é de fundamental relevância para a atuação na supervisão, já que possibilita geração permanente de tabelas atualizadas da classificação dos emissores nos grupos de risco previstos no Plano Bienal, auxilia no acompanhamento das operações anunciadas por companhias abertas para a identificação daquelas que serão analisadas nos termos do Plano Bienal e facilita o levantamento de dados para a preparação e organização de parte das supervisões.

A carência de recursos humanos é apontada como o principal fator limitador da execução das ações planejadas pela CVM. Presente em todos os Relatórios Semestrais, o problema da falta de técnicos para exercer as atividades de supervisão e fiscalização da CVM só foi, mesmo que de forma bem sensível, diminuído no Relatório Semestral 2.2012. Neste relatório, foi exposto o ingresso de agentes executivos, mas esse ingresso, continua o relatório, foi equivalente ao número de servidores terceirizados dispensados, “não refletindo, portanto, em acréscimo da força de trabalho” (Relatório Semestral, 2.2012, p. 71). A falta de técnicos é, portanto, claramente o quesito mais relevante citado pela CVM como limitador da atuação planejada na supervisão das empresas, isto fica claro na passagem:

As atividades preventivas previstas no Plano Bienal são realizadas pela SEP [Superintendência de Relações com Empresas] juntamente com as demais tarefas de rotina que a área deve obrigatoriamente desempenhar, tais como o exame de pedidos de registro de emissor de valores mobiliários, a análise de reclamações e consultas, o atendimento a emissores e a elaboração de processos administrativos sancionadores. Como comentado no relatório anterior, a SEP enfrenta dificuldades para conseguir desempenhar com a qualidade requerida todas as tarefas que estão sob sua incumbência. (Relatório Semestral CVM 2011.2, p. 61)

5. Conclusão

O artigo propôs demonstrar a atuação da CVM na fiscalização da conduta dos administradores e controladores das companhias abertas brasileiras. As relações entre administradores e acionistas e entre acionistas controladores e acionistas minoritários têm um potencial problema de agência envolvido, no qual os administradores e acionistas controladores assumem o papel de agente. Pela teoria da agência, o agente não suportaria os efeitos, positivos ou negativos, decorrentes do exercício de suas decisões e ações, acarretando assim em um potencial conflito de interesse entre as ações do agente e os interesses do principal. Então, decorre deste panorama que estas relações são caracterizadas pelos custos de transação que correspondem aos custos de estruturar a relação contratualmente, supervisionar o cumprimento das atividades e exigir o cumprimento das obrigações estabelecidas.

Neste contexto, o aparato regulatório e institucional desempenha importante função ao reduzir os custos de transação. No Brasil deu-se prioridade às estratégias regulatórias para lidar com estes problemas de agência. Principalmente, foram priorizadas as regras que impõem parâmetros de conduta (*general standards*) aos administradores e controladores das companhias, mas também há a imposição de divulgação de informações. Estas opções regulatórias exigem uma atuação mais intensa de instituições públicas e/ou privadas na supervisão e fiscalização das condutas dos administradores e controladores. Diante disso, este artigo buscou apresentar o papel exercido pela CVM nestas atividades de supervisão e fiscalização das deliberações, decisões e da condução dos negócios por administradores e controladores das companhias abertas brasileiras.

Para descrever estas atividades, foi apresentado o sistema de Supervisão Baseada em Risco, assim como as ações planejadas e as ações tomadas com base neste sistema. Da análise comparada das ações planejadas e das ações reportadas como realizadas, é possível perceber uma incipiente supervisão e fiscalização por parte da CVM. As supervisões têm sido cada vez mais estruturadas e revelado cada vez mais ilegalidades e infrações, mas a supervisão realizada ainda está muito abaixo do que a própria CVM planeja e se propõe a supervisionar. Como demonstrado, operações traçadas como prioritárias e enquadradas como passíveis de ações de supervisão, constantemente não são fiscalizadas. Este fato, somado ao constante relato de falta de recursos humanos para o exercício das atividades de supervisão, demonstra que o nível de supervisão pretendido ou idealizado pela CVM é muito maior do que a supervisão de fato realizada.

Cabe ressaltar que, pela crescente atuação da CVM na fiscalização pela Supervisão Baseada em Risco e pelos dados extraídos do Plano Estratégico 2005-2007, é possível perceber uma alteração na postura da CVM na supervisão dos regulados. A CVM estaria passando de uma postura mais reativa, na qual só analisa casos levados à ela, para uma postura mais ativa, na qual cria critérios de priorização para supervisionar e fiscalizar diretamente a conduta dos regulados. Os dados demonstram ainda que esta mudança na forma de supervisionar os regulados ainda não se consolidou, já que a CVM não exerce todas as ações planejadas e, constantemente, reporta a falta de analistas para o exercício desta atividade.

Sobre a Supervisão Baseada em Risco, ainda cabe expor que este modelo de regulação do mercado de capitais visa mitigar os riscos traçados como prioritários, mas não a eliminar totalmente a prática de infrações e ilegalidades. O modelo de Supervisão Baseada em Risco não tem como objetivo que a administração pública monitore e supervise todos os regulados que, possivelmente, tenham praticado atos ilegais e violadores da regulação, mas que monitore e supervise apenas operações específicas e regulados determinados. Este modelo de regulação do mercado exercido pela CVM contradiz um argumento muito utilizado por liberais, defensores da auto regulação do mercado. Estes teóricos argumentam que o Estado, ao regular, teria incentivos para almejar o risco zero, visando, então, a eliminação total da probabilidade de ocorrência de atos ilegais e violadores da regulação (PRITCHARD, 2002), o que não é o objetivo da CVM com a Supervisão Baseada em Risco.

No mais, a definição de quem e o que fiscalizar é uma decisão política e está relacionada com o interesse público traçado pela administração pública. A definição deste interesse público em supervisionar determinados regulados e não outros tem que ser colocada em questão para que se possa refletir quais regulados e quais operações a administração pública considera como prioritários no cumprimento das leis e regulamentações. Sobre este assunto, é possível fazer três considerações sobre os dados da Supervisão Baseada em Risco. Em primeiro lugar, é importante ressaltar que, de todos os documentos analisados, não foram identificados indícios de atuação da CVM na supervisão de operações não traçadas como prioritárias pelos Planos Bienais. Em segundo lugar, os critérios de potencial de dano da matriz de risco da Supervisão Baseada em Risco, descritos na Tabela 2, podem concentrar a supervisão da CVM em companhias de grande porte. Por último, os critérios para estipular a probabilidade de ocorrência do risco, também descritos na Tabela 2, podem concentrar a supervisão em grandes companhias e em companhias que já tenham uma fiscalização externa sobre elas. Portanto, esta priorização na fiscalização de determinados regulados faz parte da

discricionariiedade da administração pública, mas deve respeitar o interesse público envolvido na prática destes atos.

Concluindo, por todo o exposto, é possível notar que a CVM se propõe a realizar uma supervisão e fiscalização das deliberações, decisões e condutas dos administradores e controladores, mas esta atuação ainda é incipiente e, ainda, esta atuação é restrita a operações específicas e determinados regulados. Diante disso, é importante verificar se a auto regulação do mercado está atuando nestas lacunas deixadas pela supervisão e fiscalização pública e como está fazendo. As características da propriedade acionária e a posição legal e fática imposta aos investidores minoritários e seus representantes no Brasil fazem surgir receios quanto a participação destes e de seus representantes na supervisão e fiscalização da administração e do controle. Pela teoria, esta carência de supervisão e fiscalização pública e, eventualmente, privada aumenta os custos de transação, o que se reflete em um maior custo na captação de recursos no mercado de capitais pelas empresas.

Mas alguns aspectos destes argumentos e afirmações finais precisam de maiores pesquisas e evidências para que sejam confirmados. Assim, algumas questões surgem com os resultados e conclusões apresentados neste artigo. Estas questões necessitam de maior análise e podem ser objeto de futuras pesquisas. São elas: i) A Supervisão Baseada em Risco concentra a fiscalização em companhias em que os atores particulares já exercem essa atividade?; ii) haveria uma complementariedade por parte dos atores do mercado na atuação de supervisão e fiscalização?; iii) Como é o tratamento da CVM para outras infrações, tal como infrações relacionadas a divulgação de informações? Há uma diferença de tratamento destas infrações?

Referências

ALMEIDA, F. D. M. Considerações sobre a 'regulação' no Direito positivo brasileiro. Revista de Direito Público da Economia, Belo Horizonte, v. 12, p. 69-94, 2005.

ARMOUR, J.; HANSMANN, H.; KRAAKMAN, R. Agency Problems, Legal Strategies and Enforcement. In: ARMOUR, J., et al. **The Anatomy of Corporate Law: A comparative and functional approach**. [S.l.]: Oxford University Press, 2009. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1436555>. Acesso em: 10 jul. 2013.

BERLE, A. A.; MEANS, G. C. **A moderna sociedade anônima e a propriedade privada**. Tradução de Dinah de Abreu Azevedo. São Paulo: Abril Cultural, 1984.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Plano Bienal de Supervisão Baseada em Risco 2009-2010.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Plano Bienal de Supervisão Baseada em Risco 2011-2012.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Plano Bienal de Supervisão Baseada em Risco 2013-2014.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Relatório Semestral janeiro-junho 2011

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Relatório Semestral julho-dezembro 2011

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Relatório Semestral janeiro-junho 2012

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Relatório Semestral julho-dezembro 2012

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Relatório Semestral janeiro-junho 2009

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Relatório Semestral julho-dezembro 2009

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Relatório Semestral janeiro-junho 2010

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Relatório Semestral julho-dezembro 2010

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Resultados do Plano Bienal 2011-2012

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Deliberação CVM nº 521, de 27.06.07

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Deliberação CVM nº 568, de 11.02.09

BRASIL. Conselho Monetário Nacional. Resolução CMN nº 3.427, de 21.12.06

BRASIL. Conselho Monetário Nacional. Resolução CMN nº 3513, de 30.11.07

BRASIL. Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976 e alterações

BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 e alterações

COFFE JR., J.. Law and the market: The impact of enforcement, New York, 2007.

EIZIRIK, N. L. Regulação e Auto-Regulação do Mercado de Valores Mobiliários. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. n. 48. out./dez. 1982.

FAMA, E.; JENSEN, M. Separation of ownership and control. **Journal of Law and Economics**, v. 26, p. 301-327, Junho 1983.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3, out. 1976. 305-360. Disponível em: <<http://papers.ssrn.com/abstract=94043>>. Acesso em: 11 jul. 2013.

PRITCHARD, A. C. Self-Regulation and Securities Markets, 15 jul. 2002. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=318939>>. Acesso em: 30 jul. 2013.

SALOMÃO FILHO, C. **O novo direito societário**. 3ª. ed. São Paulo: Malheiros Editores, 2011.

SILVEIRA, A. D. M. D.; PRADO, V. M.; SASSO, R. Transações com partes relacionadas: estratégias jurídicas e relação com a governança corporativa e valor das empresas. **CEG (Center for Corporate Governance Research) Working Paper Series 002/2009**, nov. 2008. Disponível em: <http://www.ceg.org.br/arquivos/02_2009.pdf>. Acesso em: 10 jul. 2013.