FGV DIREITO SP

MESTRADO PROFISSIONAL

Termo de Compromisso na CVM: propor ou não?

Duilio Credidio Squassoni

Projeto de pesquisa apresentado ao
Mestrado Profissional da FGV Direito SP.

Versão de 31.01.2025.

1. Tema, contexto e delimitação de escopo

O presente projeto de pesquisa tem como tema a utilização do Termo de Compromisso ("TC") no âmbito da Comissão de Valores Mobiliários ("CVM"), em especial nos casos em que as infrações analisadas pela Autarquia podem repercutir também na esfera penal. A análise se concentrará nos parâmetros qualitativos e quantitativos considerados pela CVM para aprovar ou rejeitar propostas de Termo de Compromisso em infrações sujeitas a potenciais crimes contra o mercado de capitais, conforme tipificação prevista na Lei nº 6.385/76.

O contexto em que essa discussão se insere decorre do crescimento do mercado de capitais brasileiro, que cada vez mais canaliza recursos da poupança popular para empresas e demais agentes do mercado, ampliando a atuação e a relevância da CVM. Em razão disso, o órgão regulador tem intensificado suas atividades de fiscalização e julgamento de condutas ilícitas, as quais não raro produzem reflexos simultâneos nas esferas administrativa, cível e penal. O resultado de um processo administrativo sancionador na CVM pode trazer, portanto, consequências que extrapolam o âmbito administrativo, gerando preocupação especial quando há potencial enquadramento em crime contra o mercado de capitais.

Nesse cenário, o Termo de Compromisso surge como importante ferramenta de resolução consensual de litígios administrativos, aproximando-se do modelo do *consent decree* empregado pela Securities and Exchange Commission ("SEC") nos Estados Unidos. Previsto originariamente na legislação brasileira a partir da Lei nº 9.457/1997 — que alterou a Lei nº 6.404/1976 e a Lei nº 6.385/1976 —, o Termo de

Compromisso atualmente encontra fundamento legal no art. 11, §§ 5º a 8º, da Lei nº 6.385/1976 e regulamentação específica nos arts. 80 a 91 da Resolução CVM nº 45, de 31 de agosto de 2021 ("Resolução CVM nº 45/2021").

A entrada em vigor da Lei nº 13.506/2017 trouxe mudanças relevantes a respeito do Termo de Compromisso, incorporadas inicialmente pela Instrução CVM nº 607, de 17 de junho de 2019 ("ICVM nº 607/2019") e, posteriormente, pela Resolução CVM nº 45/2021. Como a Instrução CVM nº 607/2019 passou a vigorar em 1º de setembro de 2019, este a pesquisa assumirá o recorte temporal entre 2019 e 2024 para analisar as práticas concretas de aprovação e rejeição de propostas de TC em infrações potencialmente qualificadas como crimes.

A questão central de pesquisa que se pretende responder é a seguinte: *"Quais são os parâmetros qualitativos e quantitativos utilizados pela CVM para aprovar ou rejeitar propostas de Termo de Compromisso relativas a infrações que podem resultar em crimes contra o mercado de capitais, conforme a Lei nº 6.385/76, no período de 2019-2024?"*

Para tal, o modelo de pesquisa adotado será exploratório, objetivando compreender de forma sistemática e aprofundada os critérios e a lógica decisória da CVM na análise de propostas de Termo de Compromisso. Busca-se, assim, contribuir para o aprimoramento dos instrumentos de *enforcement* no mercado de capitais e para a segurança jurídica dos envolvidos, especialmente em situações em que se verifiquem repercussões também no âmbito penal.

Para tal, o modelo de pesquisa adotado será exploratório, objetivando compreender de forma sistemática e aprofundada os critérios e a lógica decisória da CVM na análise de propostas de Termo de Compromisso. Busca-se, assim, contribuir para o aprimoramento dos instrumentos de *enforcement* no mercado de capitais e para a segurança jurídica dos envolvidos, especialmente em situações com repercussões na esfera penal. Nesse contexto, almeja-se orientar a tomada de decisão quanto à apresentação ou não do Termo de Compromisso e indicar formas de utilização mais adequadas desse instrumento, considerando os possíveis impactos que um eventual julgamento pela CVM pode acarretar em processos criminais.

2. Quesitos, fontes de pesquisa e formas de acesso

A presente pesquisa parte da **questão central** já delineada — relativa aos parâmetros qualitativos e quantitativos utilizados pela CVM na aprovação ou rejeição de propostas de Termo de Compromisso em casos que possam configurar crimes contra o mercado de capitais — e a desdobra em tópicos que abarcam aspectos fáticos, normativos, analíticos e práticos. O objetivo é examinar tanto a experiência concreta de aplicação desses parâmetros (por meio de precedentes administrativos, relatórios anuais e decisões colegiadas da CVM), quanto as bases legais e doutrinárias que fundamentam o instituto

do Termo de Compromisso, bem como avaliar sua eventual conexão com o Acordo de Não Persecução Penal ("ANPP").

Quesitos principais

- Critérios utilizados para aprovação e rejeição de Termos de Compromisso: análise dos elementos que a CVM considera, como gravidade da infração, valor da obrigação assumida e conveniência e oportunidade;
- Efeitos práticos e jurídicos: impacto da celebração ou não do TC, sobretudo quando há confluência com possíveis crimes previstos na Lei nº 6.385/76;
- Celebração conjunta de TC e ANPP: possibilidades, limites e impactos penais e administrativos;
- Propostas de aprimoramento: recomendações sobre o momento e a necessidade ou não de propor Termo de Compromisso, além de eventuais mudanças procedimentais e normativas para tornar a celebração do Termo de Compromisso mais eficiente e segura.

Fontes de pesquisa

- Normas, regulamentos e leis: Lei nº 6.385/76, Lei nº 13.506/17, Resolução CVM nº 45/2021, Instrução CVM nº 607/2019 (já revogada, mas essencial para o período de análise), além de dispositivos do Código de Processo Penal que tratam do ANPP.
- Decisões da CVM (Precedentes do Colegiado): análise de casos concretos entre 2019 e 2024 para verificar critérios efetivamente adotados na celebração ou rejeição de Termos de Compromisso.
- Doutrina: obras e artigos acadêmicos sobre mercado de capitais, direito administrativo sancionador, direito penal econômico e meios de solução consensual de conflitos.
- Pesquisas empíricas e relatórios: dados estatísticos, relatórios anuais da CVM, estudos de entidades do mercado (como Anbima, B3) e eventuais pesquisas que envolvam o Ministério Público sobre ANPP.
- Entrevistas ou conversas informais com profissionais da área: em caráter complementar, poderão ser consultados advogados, procuradores ou servidores da CVM para aclarar dúvidas práticas sobre o Termo de Compromisso e ANPP.

Formas de acesso

- Documentos públicos disponíveis nos sítios eletrônicos da CVM e da Justiça Federal, bem como demais meios confiáveis e úteis.
- Bibliotecas universitárias e digitais.

- Coletas de dados diretamente junto à CVM, mediante consulta às atas de julgamentos e pedidos de acessos aos autos, respeitando-se a publicidade e o sigilo de informações sensíveis.

Definição da sequência lógica de exposição

A partir dos quesitos e fontes de pesquisa acima elencados, a pesquisa será organizada em quatro etapas principais (2.1 a 2.4):

a) Contextualização Fática (2.1): identificação das principais infrações contra o mercado de capitais que podem ensejar repercussões penais e descrição do funcionamento do Termo de Compromisso e eventuais acordos com o Ministério Público.

b) Referencial Teórico-Normativo (2.2): análise das bases legais e regulamentares, assim como dos entendimentos doutrinários e jurisprudenciais, que conferem sustentação ao instituto do Termo de Compromisso e ao ANPP.

c) Abordagem Analítica (2.3): exame dos parâmetros quantitativos e qualitativos envolvidos na decisão de se propor ou aceitar o TC, especialmente quando há possível desdobramento criminal.

d) Recomendações Finais (2.4): orientações práticas e sugestões de aprimoramento, tanto para a proposição ou não do TC quanto para o aperfeiçoamento legislativo, regulamentar e procedimental.

2.1. Contextualização fática

- Quais são as principais infrações contra o mercado de capitais tratadas pela CVM que podem configurar crimes nos termos da Lei nº 6.385/76?
- Qual é a finalidade e o funcionamento do Termo de Compromisso na CVM?
- Quais os requisitos e efeitos do Termo de Compromisso?
- Em quais casos a CVM e o Ministério Público podem optar por celebrar simultaneamente o Termo de Compromisso e o Acordo de Não Persecução Penal (ANPP)?

2.2. Referencial teórico-normativo

- Qual é a fundamentação legal para a utilização do Termo de Compromisso no âmbito da CVM e quais as disposições sobre infrações que resultam ao mesmo tempo em crimes contra o mercado de capitais?

- Quais os impactos na esfera penal da celebração ou não de Termo de Compromisso na CVM?
- Qual a fundamentação legal para a celebração de TC pela CVM e ANPP na esfera penal?
- Quais limitações normativas podem afetar a possibilidade de celebração conjunta desses instrumentos?

2.3. Abordagem analítica

- Quais são os parâmetros qualitativos (como natureza e gravidade da infração) e quantitativos (como valor de obrigação pecuniária) utilizados pela CVM na avaliação de propostas de TC?
- Que fatores determinam a escolha entre a apresentação ou não de Termo de Compromisso quando há indícios de infração penal e notificação ao MPF?
- Que fatores determinam a aceitação ou rejeição da proposta de Termo de Compromisso?
- Quais são os efeitos da celebração de TC na esfera penal, e como a utilização conjunta com o ANPP pode influenciar a decisão do acusado?

2.4. Recomendações finais

- O que levar em consideração na apresentação de proposta de TC nos casos das infrações analisadas?
- Em que circunstâncias o uso do Termo de Compromisso pode ser útil para o acusado na esfera penal?
- Em que circunstâncias o uso do Termo de Compromisso e do ANPP de forma conjunta é mais adequado?
- Quais melhorias poderiam ser implementadas nos parâmetros de avaliação da CVM para que os TCs sejam mais eficazes?
- Que alterações legislativas ou regulamentares poderiam contribuir para maior clareza e segurança jurídica no uso de TCs e ANPPs em conjunto?

Por meio dessa organização, será possível cobrir tanto os aspectos factuais e legais quanto a análise crítica das propostas e decisões aplicáveis. Assim, o desdobramento da questão central de pesquisa ganha coerência e robustez, facilitando a

correlação entre os critérios de aprovação ou rejeição dos Termos de Compromisso pela CVM e as eventuais implicações penais decorrentes das infrações identificadas.

3. Relevância prática, caráter inovador e potencial de impacto

A relevância deste trabalho reside em esclarecer os critérios que a CVM efetivamente leva em conta para rejeitar ou celebrar um Termo de Compromisso, oferecendo uma visão que se destina não apenas aos operadores do Direito, mas a todos os participantes do mercado de capitais sujeitos à regulação da Autarquia. Com isso, busca-se reduzir a incerteza que muitos enfrentam ao decidir se devem ou não propor um Termo de Compromisso em processos administrativos sancionadores, especialmente quando há risco de repercussões penais.

A utilidade prática e o caráter inovador decorrem da possibilidade de fornecer parâmetros mais previsíveis de aceitação ou rejeição, evitando uma tomada de decisão baseada apenas na percepção de uma discricionariedade ampla da CVM. Assim, pretende-se contribuir tanto para a segurança jurídica quanto para o planejamento estratégico de defesa. Em particular, quando o investigado ou acusado também responde a um processo criminal, a falta de clareza sobre o momento de propor ou não o Termo de Compromisso pode gerar conflitos entre advogados especialistas em mercado de capitais e advogados criminalistas, já que a absolvição ou a condenação em uma das esferas afeta, em grande medida, a outra.

Nesse contexto, subsistem ainda muitas dúvidas sobre a possibilidade de firmar um Termo de Compromisso na CVM concomitantemente com um ANPP e qual seria a melhor forma de fazê-lo. A primeira experiência concreta de celebração conjunta desses instrumentos ocorreu somente no final de 2023, tratando-se, portanto, de algo inédito e pouco comum. Essa novidade reforça a importância de um estudo que auxilie os envolvidos na compreensão das limitações e vantagens dessa via consensual em ambas as esferas, administrativa e penal.

Ao lançar luz sobre questões como “aguardar o julgamento ou celebrar o Termo de Compromisso?”, este estudo pode, na prática, transformar o panorama decisório dos envolvidos — sejam pessoas físicas ou jurídicas. A consolidação de orientações objetivas e dados empíricos acerca do comportamento da CVM pode favorecer a racionalização de recursos, a mitigação de riscos e a harmonização de estratégias de defesa nas esferas administrativa e penal.

4. Familiaridade com objeto da pesquisa

Desenvolvo minhas atividades profissionais na área de mercado de capitais e mercado financeiro, com ênfase em processos administrativos e sancionadores no âmbito

da CVM, Banco Central e Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (CRSFN). Já atuei na elaboração e negociação de propostas de Termo de Compromisso tanto na CVM quanto no BCB, o que, somado à minha experiência prévia na área penal e à pós-graduação em Direito Penal Econômico pela FGV, proporciona uma visão abrangente sobre as interfaces entre os aspectos administrativos e criminais relacionados ao mercado de capitais.

Por exercer minhas funções predominantemente no polo de defesa dos envolvidos, a análise aqui desenvolvida pode refletir essa perspectiva. Ainda assim, o objetivo é conduzir a pesquisa com rigor metodológico, buscando ampla fundamentação teórica e empírica, de modo a assegurar equilíbrio e isenção na avaliação dos critérios e procedimentos adotados pela CVM.

5. Bibliografia preliminar

BRASIL. Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976. *Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários.* Diário Oficial da União: seção 1, Brasília, DF, 9 dez. 1976.

BRASIL. Lei nº 13.506, de 13 de novembro de 2017. *Dispõe sobre o processo administrativo sancionador na esfera de atuação do Banco Central do Brasil e da Comissão de Valores Mobiliários e dá outras providências.* Diário Oficial da União: seção 1, Brasília, DF, 14 nov. 2017.

BRASIL. Decreto-Lei nº 3.689, de 3 de outubro de 1941. *Código de Processo Penal.* Diário Oficial da União: seção 1, Brasília, DF, 13 out. 1941.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Normas, ofícios e precedentes.

VERZOLA, Antonio Carlos. *Processos sancionadores nos mercados financeiro e de capitais – BACEN e CVM.* Editora Renovar, 2012.

SACHS, Margaret V.; NAGY, Donna M.; RUSSELLO, Gerald J. *Securities Litigation and Enforcement in a Nutshell*. 2nd ed. St. Paul: West Academic Publishing, 2020.

SCALZARETTO, Adriano. *Efeitos penais dos acordos administrativos*. São Paulo: Quartier Latin, 2021.

SANTOS, Alexandre Pinheiro dos; OSÓRIO, Fábio Medina; WELLISCH, Julya Sotto Mayor. *Mercado de capitais*: regime sancionador. São Paulo: Saraiva, 2012

Direito do mercado de valores mobiliários / Comissão de Valores Mobiliários. 2. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2022.

BARROS FILHO, Wilson Accioli de. *Acordos administrativos no Brasil.* Almeida Brasil, 2020.

SANTOS, Alexandre Pinheiro dos; WELLISCH, Julya Sotto Mayor. *Enforcement* e mecanismos de solução alternativa de conflitos no mercado de capitais. *Revista de Arbitragem e Mediação*, v. 53, p. 357-380, 2017, nº 4.

ABRAHÃO, Carlos Henrique. *Processo sancionador: Banco Central e CVM – Lei 13.506/2017.* IASP, 2018.

SANTOS, Alexandre Pinheiro dos; SOUZA, Andréa Araujo Alves de. Termo de compromisso no mercado de capitais brasileiro. *In*: FRAZÃO, Ana; CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; CAMPINHO, Sérgio. *Direito Empresarial e suas Interfaces – Homenagem a Fábio Ulhoa Coelho – Vol. III*. São Paulo: Quartier Latin, 2022.

MENDES, Gilmar; BUONICORE, Bruno Tadeu; DE-LORENZI, Felipe da Costa. *Ne bis in idem* entre Direito Penal e Administrativo Sancionador: considerações sobre a multiplicidade de sanções e de processos em distintas instâncias. *Revista Brasileira de Ciências Criminais*, v. 192, p. 75-112, 2022, nº 3.

KRAAKMAN, Reinier et al. A anatomia do direito societário: uma abordagem comparada e funcional / Reinier Kraakman et al.; tradução Mariana Pargendler. São Paulo: Editora Singular, 2018.

6. Cronograma de execução

	2024		2025												2026			
Atividade	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	Horas
Projeto de pesquisa																		40h
Levantamento bibliográfico, legislativo, regulatório e de casos																		30h
Leitura e fichamento de todas as informações e documentos levantados																		64h
Entrevistas																		10h
Análise dos termos de compromisso s celebrados																		48h

Reuniões com orientado(ra)																		20h
Redação e revisão de texto																		150h
Ajustes e revisões finais																		20h
Depósito versão provisória e definitiva																		5h