

Aplicação da teoria processual administrativa no procedimento de consulta no âmbito da Comissão de Valores Mobiliários (CVM): análise da decisão sobre a natureza jurídica da incorporação de ações pela CVM
Implementation of Administrative Process Theory in the Consultation Process within the Brazilian Securities and Exchange Commission (CVM): Analysis of the CVM's Decision on the Juridical Nature of the Merger of Shares

Submetido(submitted): 15/12/2016
Parecer(revised): 23/12/2016
Aceito(accepted): 15/11/2017

Rodrigo Moreira Lopes*

Resumo

Propósito – O presente artigo tem como objetivo averiguar se a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), ao se pronunciar sobre a natureza jurídica da incorporação de ações, observou os elementos do procedimento administrativo, descritos na teoria processual administrativa da regulação desenvolvida por Steven Croley. Mais precisamente, foi analisado o processo de tomada de decisão que culminou na publicação do Relatório RA/CVM/SEP/GEA-3/Nº 21/14 e do Parecer Nº 2014/GJU-2/PFE-CVM/PGF/AG – que trataram da natureza jurídica da incorporação de ações –, a fim de identificar quais os elementos do procedimento administrativo estão presentes nas referidas manifestações da CVM.

Metodologia – Primeiramente, serão descritas as bases da teoria processual administrativa, notadamente os elementos do procedimento administrativo indicados por Steven Croley como essenciais para uma regulação socialmente satisfatória. Em seguida, será examinado como aconteceu o processo decisório que culminou com a publicação do Relatório RA/CVM/SEP/GEA-3/Nº 21/14 e do Parecer Nº 2014/GJU-2/PFE-CVM/PGF/AG. A seguir, será apresentada a análise crítica da decisão da CVM, sob a perspectiva da teoria processual administrativa.

Resultados – Ao final da análise, restou demonstrado que alguns dos pressupostos da teoria processual administrativa não foram devidamente respeitados pela CVM, ao emitir o Relatório RA/CVM/SEP/GEA-3/Nº 21/14 e o Parecer Nº 2014/GJU-2/PFE-CVM/PGF/AG, o que pode suscitar questionamentos sobre a confiabilidade e aceitação jurídica da decisão proferida pela autarquia reguladora.

Palavras-chave: teoria processual administrativa, incorporação de ações, decisão regulatória, Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

Abstract

Purpose – *The purpose of this article is to investigate whether the Brazilian Securities and Exchange Commission (CVM), in ruling on the legal nature of the merger of shares, observed the elements of the administrative procedure, described in the*

*Mestre em Direito Financeiro, Econômico e Tributário pela Universidade Católica de Brasília. Bacharel em Direito pelo UniCEUB. Procurador da Fazenda Nacional. Professor de Direito Financeiro e Tributário em cursos de graduação. E-mail: romlopes@gmail.com.

administrative process theory of regulation developed by Steven Croley. More precisely, it was analyzed the decision-making process that culminated in the publication of Relatório RA / CVM / SEP / GEA-3 / Nº 21/14 and Parecer Nº 2014 / GJU-2 / PFE-CVM / PGF / AG – which addressed the legal nature of the merger of shares –, in order to identify which elements of the administrative procedure are present in the decision of the CVM.

Methodology – *First, the bases of the administrative process theory will be described, notably the elements of the administrative procedure indicated by Steven Croley as essential for a socially satisfactory regulation. After that, it will be analyzed how happened the decision process that culminated in the publication of Relatório RA / CVM / SEP / GEA-3 / Nº 21/14 and Parecer No 2014 / GJU-2 / PFE-CVM / PGF / AG. Next, a critical analysis of the CVM decision will be presented, from the perspective of the administrative process theory.*

Findings – *At the end of the analysis it was shown that some of the assumptions of the administrative process theory were not duly respected by the CVM when issuing Relatório RA / CVM / SEP / GEA-3 / Nº 21/14 and Parecer Nº 2014 / GJU-2 / PFE-CVM / PGF / AG, which may raise questions about the reliability and legal acceptance of the decision issued by the regulatory authority.*

Keywords: administrative process theory, merger of shares, regulatory decision-making, Brazilian Securities and Exchange Commission (CVM).

Introdução

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) atua como agente regulador do setor de “mercado de capitais”, exercendo seu papel por meio da emissão de normas e de Pareceres, além de fiscalizar condutas de pessoas jurídicas e, quando for o caso, aplicar penalidades. Para a presente pesquisa, interessa a atuação da CVM na emissão de Pareceres, que servem como orientação aos particulares e podem acabar moldando o comportamento destes. Mais especificamente, pretende-se analisar o processo de tomada de decisão que culminou com a expedição do Relatório RA/CVM/SEP/GEA-3/Nº 21/14 – elaborado por analistas da CVM – e do Parecer Nº 2014/GJU-2/PFE-CVM/PGF/AG, elaborado pela Procuradoria Federal Especializada junto à CVM. Tais documentos consolidam o entendimento da CVM sobre a natureza jurídica do instituto da incorporação de ações, prevista no art. 252 da Lei nº 6.404, de 1976. Considerando que a manifestação da CVM, na qualidade de órgão regulador, serve de fundamento para a atuação dos particulares, assim como tem potencial de produzir efeitos em outros setores – por exemplo, pode auxiliar a formação do convencimento de magistrados –, entende-se ser pertinente verificar como ocorreu a tomada de decisão da CVM e,

principalmente, se é possível identificar aspectos da teoria processual administrativa nessa tomada de decisão.

Na seção dois deste artigo, serão apresentados os conceitos básicos sobre a teoria processual administrativa, com enfoque especial para o trabalho desenvolvido por Steven Croley. Trata-se do referencial teórico da pesquisa, de modo que as premissas firmadas na seção dois servirão de suporte para as análises posteriores, notadamente na seção quatro deste artigo. Por essa razão, é importante dar atenção ao que será explicitado na seção dois, a fim de compreender a problemática e os aspectos conceituais objeto de estudo.

Na seção três deste artigo, será descrita a decisão regulatória emanada pela CVM, abordando a fundamentação legal para a atuação da autarquia, o contexto em que ocorreu o processo decisório e o resultado da atuação regulatória – isto é, a publicação do Relatório RA/CVM/SEP/GEA-3/Nº 21/14 – elaborado por analistas da CVM e do Parecer Nº 2014/GJU-2/PFE-CVM/PGF/AG.

Na seção quatro deste artigo, serão examinados os elementos do procedimento administrativo, elencados como pressupostos para a tomada de decisão regulatória socialmente benéfica. O objetivo é descrever cada um desses elementos, segundo a teoria processual administrativa desenvolvida por Steven Croley, e analisar as manifestações da CVM tendo como parâmetro tais elementos do procedimento administrativo. Com isso, será possível averiguar a conformidade do processo decisório adotado pela CVM com os pressupostos da teoria processual administrativa da regulação.

O propósito da pesquisa, portanto, será demonstrar que os departamentos técnicos que atuam perante a CVM, ao se manifestar sobre a natureza jurídica da incorporação de ações, não observaram todos os elementos descritos pela teoria processual administrativa, e, com isso, ficou comprometida a aceitação jurídica da decisão emanada pela autarquia reguladora.

1. Teoria processual administrativa da regulação

A teoria processual administrativa da regulação tem como objeto o “estudo processual da manifestação do poder administrativo” (ARANHA, 2015, p. 993). Essa corrente estuda o fenômeno regulatório a partir da análise da regulamentação jurídica do processo de tomada de decisão administrativa, e defende que tal regulamentação assegura a autonomia do processo decisório. Trata-se, portanto, de um contraponto à teoria econômica da *public choice*, a qual está centrada na ideia de captura do agente público, do órgão ou entidade pública responsável pela decisão administrativa, e na premissa de que o setor

regulatório se estrutura em função de três partes: os congressistas, os grupos de interesse e o agente regulador. (ARANHA, 2015, p. 993).

Dentro da teoria processual administrativa da regulação é possível identificar alguns pressupostos básicos ou conceitos que lhe dão suporte, e segundo Marcio Aranha, pode-se sintetizá-las em três campos: (a) procedimento administrativo; (b) neutralidade do processo administrativo; e (c) ambiente jurídico-institucional administrativo. E o mesmo autor se encarrega de exemplificar cada uma dessas áreas, valendo a pena transcrever o respectivo trecho de sua obra:

“Exemplificativamente, a neutralidade do processo administrativo apoia-se na natureza jurídico-funcional da decisão administrativa, enquanto a exteriorização do processo via procedimento administrativo apoia-se na transparência, visibilidade, obtenção de apoio social, melhoria do conteúdo de regulamentações propostas, antecipação de críticas dos atores setoriais e oportunidades de ajuste da proposta. Finalmente, no que diz respeito ao ambiente institucional regulatório, este abre espaço à construção de propostas regulatórias via estabilidade profissional do regulador, via contatos perenes com comitês acadêmico-científicos, via incentivos à defesa do interesse público por parte do servidor-regulador, via apoio de outras estruturas de poder à preservação da competência das agências reguladoras, ou mesmo via controle externo e interno da atividade reguladora.” (ARANHA, 2015, p. 993-1012)

Esses pressupostos e conceitos sobre a teoria processual administrativa da regulação são explorados na obra de Steven Croley (CROLEY, 2008), a qual servirá de embasamento teórico do presente artigo. Steven Croley utiliza a teoria processual administrativa para examinar decisões regulatórias proferidas nos EUA, tendo como enfoque os elementos que o referido autor entende serem necessários para que os atos regulatórios sejam socialmente benéficos. Nesse ponto, importante destacar que Steven Croley desenvolve seu trabalho abordando os três pressupostos conceituais mencionados acima, porém, apenas um deles será utilizado no presente artigo, qual seja: o procedimento administrativo. Apesar de serem relevantes, a neutralidade do processo administrativo e o ambiente jurídico-institucional administrativo fogem do escopo que se pretende examinar, razão pela qual optou-se por fazer esse corte epistemológico. A ressalva é relevante para delimitar precisamente os contornos deste artigo e situar o leitor sobre o que será trabalhado adiante.

Alguns dos elementos ou características que devem estar presente no procedimento administrativo, segundo Steven Croley, são: (a) participação dos interessados na tomada de decisão administrativa; (b) transparência na tomada de decisão; (c) coleta de dados e informações de forma ampla; e (d) a forma como os dados e informações são analisados pela agência reguladora. No tópico 4 deste artigo, esses elementos servirão para averiguar se a CVM

empregou um procedimento administrativo para a tomada de decisão compatível com o modelo defendido por Steven Croley. Mais precisamente, dentro da perspectiva do procedimento administrativo, serão analisadas as manifestações da CVM consubstanciadas no Relatório RA/CVM/SEP/GEA-3/Nº 21/14, e no Parecer Nº 2014/GJU-2/PFE-CVM/PGF/AG, a fim de identificar como se comportou a autarquia na tomada de decisão.

Por fim, reconhece-se que poderiam ser utilizadas outras referências teóricas, no campo da teoria regulatória, para analisar as manifestações da CVM. É o caso do Martin Shapiro, que aborda a necessidade de os administradores motivarem seus atos, como um requisito para uma boa tomada de decisão administrativa. Segundo o autor, a motivação torna o Governo mais transparente, no que diz respeito às decisões proferidas pela Administração Pública. Trata-se de uma maneira de obrigar os administradores públicos a informarem à sociedade o que está sendo feito pelo Poder Público e o porquê (SHAPIRO, 1992, p. 180-181). Contudo, essa abordagem sobre a avaliação da qualidade das decisões administrativas não será adotada, uma vez que a exigência de motivação enfoca mais o aspecto material da decisão administrativa do que o aspecto procedimental. Por certo, a avaliação das manifestações da CVM sob a perspectiva material ou substantiva da decisão poderia ser feita e seria um interessante tema de pesquisa, mas demandaria que a investigação enveredasse para searas que fogem do escopo delimitado para a presente pesquisa. Ademais, as manifestações da CVM que serão examinadas no presente artigo podem ser tidas como decisões motivadas, tendo em vista que apresentam fundamentação que explicitam o racional adotado pela referida Autarquia para proferir a sua decisão.

Dessa forma, o aspecto processual na tomada de decisão da CVM é o que aparece como item a ser apreciado no presente artigo. Nesse ponto, cabe mencionar que a teoria processual administrativa desenvolvida por Steven Croley é fruto análise crítica do procedimento observado, por agências reguladoras dos EUA, para suas tomadas de decisão. Apesar de haver diferenças entre a realidade brasileira e dos EUA, no tocante a aspectos jurídicos e fáticos, os pressupostos da teoria processual administrativa de Steven Croley se mostraram adequados para os propósitos do presente artigo.

2. Descrição da tomada de decisão da CVM sobre o instituto da incorporação de ações

A CVM é uma autarquia em regime especial, instituída pela Lei nº 6.385, de 1976, que atua como entidade regulatória em matérias relativas ao mercado de valores mobiliário, assim como tem a incumbência de regulamentar matérias previstas na lei de sociedade por ações – nos termos do

art. 8º da Lei nº 6.385, de 1976. Dentre as suas atribuições, está a de orientação dos interessados nas atividades relacionadas ao mercado de capitais, a qual é desempenhada pela CVM por meio do seu corpo técnico, que conta com servidores públicos de carreira, e pela Procuradoria Federal Especializada que atua junto à mencionada autarquia. Trata-se de função relevante da autarquia, uma vez que poderá induzir condutas ou determinar o comportamento daqueles que seguem as orientações da CVM. Nesse ponto, especificamente no tocante à atribuição de órgão consultivo, convém transcrever o art. 13 da Lei nº 6.385, de 1976:

Art. 13. A Comissão de Valores Mobiliários manterá serviço para exercer atividade consultiva ou de orientação junto aos agentes do mercado de valores mobiliários ou a qualquer investidor.
Parágrafo único. Fica a critério na Comissão de Valores Mobiliários divulgar ou não as respostas às consultas ou aos critérios de orientação.

O primeiro ponto que merece destaque é o fato de a atividade consultiva desenvolvida pela CVM ser direcionada a “agentes do mercado ou qualquer investidor”. Isso indica que essa atribuição conferida à CVM, pela Lei nº 6.385, de 1976, configura uma orientação ao setor privado, sem que haja qualquer menção à repercussão desse tipo de manifestação da CVM sobre as demais entidades e órgãos que integram a Administração Pública. Corroborar essa percepção o seguinte texto, extraído do site da própria CVM, na internet:

“Esta página contém os atos expedidos pela CVM **para orientar os agentes do mercado e os investidores** sobre matéria que cabe à Autarquia regular (nos termos do art. 13 da Lei 6.385/76), além de veicular as manifestações da Comissão a cerca de interpretação das Leis 6.385/76 e 6.404/76 **no interesse do mercado de capitais.**”¹ [destaques não constam do original]

Não obstante, mesmo não existindo norma que imponha força cogente às consultas respondidas pela CVM, é inegável que as manifestações da autarquia são levadas em consideração por outras entidades e órgãos da Administração Pública e até mesmo pelo Poder Judiciário. Com efeito, presume-se que a análise feita pela CVM enfoque questões estritamente técnicas e, assim, que a autarquia responda às consultas de acordo com o melhor entendimento técnico-científico, elaborado por seus agentes especializados. Daí a relevância que, geralmente, atribui-se às conclusões exaradas pela CVM, sob o pressuposto de que consistem em manifestações técnicas e confiáveis, sobre os mais variados temas atinentes ao mercado de

¹ Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/pare.html>>. Acesso em: 11 de mar. de 2016.

capitais ou às normas previstas na Lei nº 6.404, de 1976 (lei da sociedade por ações).

As decisões emanadas pela CVM que serão aqui estudadas tiveram origem em um procedimento de consulta, conforme descrito acima. No caso, a consulta foi formulada pelo Sindicato das Corretoras de Valores do Estado de São Paulo – SINDICOR, protocolizada em 25/02/2014, que originou o Processo CVM nº RJ-2014-2584. O SINDCOR solicitou o pronunciamento da CVM, com fundamento no art. 13 da Lei nº 6.385, de 1976, sobre a natureza jurídica da incorporação de ações. A resposta da autarquia veio na forma do Relatório RA/CVM/SEP/GEA-3/Nº 21/14 e, para compreender o contexto exato da consulta, vale a pena transcrever um trecho da introdução do mencionado Relatório:

“Embora a consulta seja em tese, o Consultante faz referência à operação de incorporação de ações da Bovespa Holding S.A. pela Nova Bolsa S.A., operação que, segundo o SINDCOR, vem sendo, assim como outras operações de incorporação de ações ocorridas na [sic] Brasil, ‘objeto de questionamentos técnicos que decorrem, quase que em sua totalidade, de incertezas quanto à natureza jurídica desta operação, bem como de suas especificidades e seus efeitos sobre as partes envolvidas. Alguns questionamentos são de ordem societária, tal como a proteção dos direitos dos eventuais acionistas minoritários, necessidade de oferta pública de ações, e outros são de ordem tributária, tal como a suposta incidência de tributos por enquadramentos da operação de incorporação de ações como sendo hipótese de alienação *lato sensu*.”

A explicação do contexto que motivou a consulta deixa evidente que a resposta que seria dada pela CVM abarcaria a situação específica noticiada pelo SINDICOR – isto é, a incorporação de ações da Bovespa Holding S.A. pela Nova Bolsa S.A. – assim como as demais operações de incorporação de ações que fossem, porventura, questionadas. Implica dizer que a consulta formulada à CVM poderia até ter como propósito atender a uma demanda particular do SINDCOR, mas a manifestação da referida autarquia representaria uma orientação ou um entendimento jurídico aplicável a qualquer operação de incorporação de ações. Além disso, cabe esclarecer que a CVM já havia se pronunciado sobre alguns aspectos da incorporação de ações, a fim de solucionar controvérsias entre acionistas, definir a forma como a operação deveria acontecer, entre outras questões.² No entanto, a consulta demandada pelo SINDCOR foi a primeira oportunidade na qual a CVM

² A título de exemplo, cita-se o Parecer de Orientação CVM Nº 34, de 18 de agosto de 2006, que tratou do impedimento de voto em casos de benefício particular em operações de incorporação e incorporação de ações.

precisou se manifestar sobre a natureza jurídica da incorporação de ações, o que revela o seu ineditismo. Esses fatos reforçam a relevância da decisão que seria tomada pela autarquia. Com efeito, seja pelo seu ineditismo, seja pela maneira geral e abstrata que a CVM se propôs a examinar o tema, era de se esperar que o entendimento da autarquia reguladora do mercado de capitais seria recebido com destaque, no âmbito das controvérsias que vinham surgindo sobre as operações de incorporação de ações.

Após examinar o tema e chegar a uma conclusão, o responsável técnico pela elaboração do Relatório RA/CVM/SEP/GEA-3/Nº 21/14 resolveu remeter o processo de consulta para a Procuradoria Federal Especializada junto à CVM, a fim de que esta pudesse se pronunciar a respeito do assunto. Esse procedimento foi adotado dada a natureza eminentemente jurídica da discussão, o que exige a participação do órgão que presta assessoria jurídica à CVM. Assim, coube à Procuradoria Federal Especializada a confecção e divulgação do Parecer Nº 2014/GJU-2/PFE-CVM/PGF/AG, o qual ratificou as conclusões exaradas no Relatório RA/CVM/SEP/GEA-3/Nº 21/14, mas apresentou alguns fundamentos distintos em relação a este último. Essa consistiu na última etapa do procedimento decisório realizado no âmbito da CVM, no tocante à definição da natureza jurídica da incorporação de ações.

3. Análise crítica da decisão da CVM, sob a perspectiva da teoria processual administrativa

No presente tópico, serão utilizadas as premissas relativas à teoria processual administrativa, desenvolvidas por Steven Croley em sua obra, para examinar as manifestações da CVM consubstanciadas no Relatório RA/CVM/SEP/GEA-3/Nº 21/14 e no Parecer Nº 2014/GJU-2/PFE-CVM/PGF/AG.

3.1 Participação dos interessados na tomada de decisão administrativa

Steven Croley elenca a participação de todos os interessados na decisão como um aspecto relevante do procedimento administrativo que culmina na tomada de decisão regulatória. Para o autor, a participação na elaboração da regra ou decisão regulatória deve ser considerada um direito, o qual será exercido sem convite ou permissão (CROLEY, 2008, p. 138-139). Nessa linha de raciocínio, Croley ainda destaca que a participação ampla permite que grupos voltados para a promoção do interesse público influenciem o processo decisório, e isso representaria uma espécie de contrabalanceamento, com força suficiente para impedir a captura do órgão regulador (CROLEY, 2008, p. 134). A importância da participação no processo decisório é percebida também em

outros elementos do procedimento administrativo, como a transparência, a coleta de dados e informações e a respectiva análise dos mesmos – o que será enfatizado mais adiante, em tópicos específicos. Trata-se, portanto, de um elemento chave para assegurar que a decisão regulatória seja socialmente benéfica.

Dentro da perspectiva da participação dos interessados, o primeiro indicador a ser considerado é saber quem provocou a atuação da entidade reguladora. Isso porque a motivação para iniciar o processo regulatório, por óbvio, está associada a uma expectativa ou pretensão que a parte possui em relação a determinado tema, atividade, ou qualquer outro objeto de interesse. Consequentemente, o enfoque transmitido para o órgão regulador vai depender dos interesses que a parte pretende ver resguardados pela decisão ou norma regulatória. Implica dizer que a parte que tomou a iniciativa de demandar a regulação subsidiará a agência reguladora com os dados e informações que favorecem o seu interesse, e não necessariamente tais interesses convergem com o interesse público. Daí a necessidade de a entidade reguladora levar em consideração, no processo regulatório, os argumentos e dados fornecidos por outros setores, de modo a assegurar que a sua decisão sobre determinado assunto não sirva para atender aos interesses apenas de grupos específicos, que demandaram a atuação da agência reguladora.

Partindo dessa premissa, há diversos instrumentos que podem ser usados para viabilizar a participação dos interessados na decisão ou norma regulatória, além daquele que impulsionou a atuação dos órgãos reguladores. A esse respeito, Steven Croley ressalta que a forma mais comum de tomada de decisão, pelas agências reguladoras dos EUA, é o procedimento denominado *notice and comment* (CROLEY, 2008, p. 85), previsto no *Administrative Procedure Act* de 1946. O mencionado procedimento é efetivado por meio de três etapas, quais sejam: (a) notificação da proposta de regulação; (b) chamada para comentários sobre a proposta; e (c) um “pronunciamento geral conciso” sobre a regra final a ser adotada. Por meio da notificação, a agência reguladora noticia ao público em geral sua pretensão de editar uma determinada norma e serve como um convite a qualquer interessado para participar do processo regulatório, por meio dos *comments*. Na etapa dos comentários, a agência reguladora deve permitir que qualquer parte interessada possa apresentar considerações sobre a norma proposta (*comments*), assim como fornecer dados pertinentes ao conteúdo da norma. Por fim, a última etapa exige que a agência reguladora justifique, no “pronunciamento geral conciso”, o porquê de ter adotado a regra final publicada, considerando toda a informação, dados e argumentos. (CROLEY, 2008, p. 82)

Cada uma das etapas possui um significado próprio e atende a finalidades que visam proporcionar um processo de tomada de decisão mais

técnico e robusto. A notificação confere publicidade e transparência ao processo administrativo regulatório, uma vez que torna pública a norma ou decisão regulatória proposta. Além disso, a etapa da notificação é um pressuposto para a participação que acontece na segunda etapa, visto que os interessados tomam conhecimento da oportunidade de oferecer comentários ou dados a partir da notificação. Por sua vez, a etapa dos comentários atende a necessidade da agência reguladora de obter dados, informações e argumentos, dos mais variados setores, acerca da proposta de norma regulatória. Assim, congregam-se dois objetivos em uma única etapa: a participação dos interessados e a coleta de subsídios para que a tomada de decisão seja a mais bem fundamentada possível. Por fim, a última etapa – “pronunciamento geral conciso” – pressupõe que o órgão regulatório tenha analisado detidamente todo o material de que já dispunha e aquele fornecido – via comentários. Com isso, atender ao princípio da motivação das decisões administrativas e da publicidade, que consistem em elementos relevantes da teoria processual administrativa.

Passando ao processo de consulta no âmbito da CVM, este consiste em um instrumento à disposição dos agentes que atuam no mercado de capitais, notadamente as corretoras, ou qualquer investidor – de acordo com o art. 13 da Lei nº 6.385, de 1976. Essa conformação do processo de consulta torna a iniciativa para instaurar o procedimento restrito a determinados grupos de interesse e, portanto, poderia ser considerada problemática. Contudo, é importante lembrar que a CVM atua como orientador do funcionamento do mercado de capitais, o que justifica a legitimação das entidades que atuam nesse setor e dos investidores para provocar a atuação da CVM. Ademais, apesar de a prerrogativa de iniciar o procedimento de consulta ser direcionado para agentes do mercado ou qualquer investidor, permanece válida a premissa de que qualquer parte interessada pode participar do processo de tomada de decisão em entidades regulatórias.

Nesse ponto, vale lembrar que a contextualização da consulta, trazida na introdução do Relatório RA/CVM/SEP/GEA-3/Nº 21/14, deixa evidente que havia outras pessoas interessadas na manifestação da CVM sobre a natureza jurídica da incorporação de ações. Com efeito, a própria consulente (SINDCOR) explicitou que havia questionamentos relativos a direitos de acionistas minoritários – estes poderiam ser um dos potenciais interessados –, necessidade de oferta pública de ações – que, se ocorresse, traria mais interessados no assunto –, assim como demandas de natureza tributária, o que evidencia o interesse da Fazenda Pública. Diante disso, mesmo o procedimento de consulta ora analisado tendo sido instaurado a pedido do SINDCOR – que representa um grupo de interesse –, a CVM conseguiria promover um processo administrativo regulatório adequado ao garantir a

ampla participação de todas as partes que poderiam ser afetadas ou teriam interesse na decisão da autarquia.

No tocante à maneira de conduzir a participação de todas as partes interessadas, cabem algumas considerações. O procedimento de consulta previsto no art. 13 da Lei nº 6.385, de 1976, não indica a forma de implementar a aludida participação ou como a CVM poderia obter informações sobre o tema objeto das consultas formuladas com base no art. 13 da Lei nº 6.385, de 1976. Não obstante, há autorização legal expressa no § 3º do art. 8º da Lei nº 6.385, de 1976, para que a autarquia brasileira possa adotar um procedimento parecido com o *notice and comment* americano. Confira-se:

Art. 8º Compete à Comissão de Valores Mobiliários:

(...)

§ 3º Em conformidade com o que dispuser seu regimento, a Comissão de Valores Mobiliários poderá:

I - publicar projeto de ato normativo para receber sugestões de interessados;

II - convocar, a seu juízo, qualquer pessoa que possa contribuir com informações ou opiniões para o aperfeiçoamento das normas a serem promulgadas.

Fazendo um paralelo com o modelo norte americano, os incisos I e II acima transcritos corresponderiam às etapas do *notice and comment*: o inciso I representa a etapa do *notice*, por meio do qual a CVM notifica os interessados na decisão regulatória e os convoca para apresentar sugestões; a etapa dois seria decorrência dos incisos I e II, visto que a CVM poderia realizar audiências públicas ou seminários, a fim de coletar as opiniões das partes interessadas – o equivalente aos comentários do procedimento americano; após analisar as informações fornecidas, poderia ser implementada a etapa três, na qual a CVM explicaria a decisão final da agência, refutando as opiniões em contrário e demonstrado o acerto da corrente que embasou a decisão adotada. Esse procedimento, previsto no art. 8º da Lei nº 6.385, de 1976, tem como mérito aprimorar a tomada de decisões no âmbito da CVM, promover uma melhoria no processo administrativo e, em última análise, na consecução do interesse público.

Apenas para reforçar esse ponto, cumpre registrar que a CVM tem por hábito realizar audiências públicas, com a finalidade de coletar informações, nos termos do 8º da Lei nº 6.385, de 1976. A título de exemplo, cita-se a audiência pública convocada por meio do Edital de Audiência Pública SDM nº 04/2013, que tinha por objeto submeter à opinião das partes interessadas “Proposta de regras sobre operações de fusão, cisão, incorporação e incorporação de ações envolvendo emissores de valores mobiliários registrados na categoria A.” Trata-se da confirmação de que é perfeitamente viável a realização, por parte da CVM, de audiências públicas ou outras

modalidades de participação, como forma de angariar dados e informações para subsidiar as decisões da referida autarquia.

Entretanto, nada disso aconteceu quando a CVM se pronunciou por meio do Relatório RA/CVM/SEP/GEA-3/Nº 21/14 e do Parecer Nº 2014/GJU-2/PFE-CVM/PGF/AG. Os indícios para chegar a essa conclusão estão nesses próprios documentos. Primeiramente, ressalta-se o prazo exíguo em que foi dada a resposta da CVM: a consulta foi formulada em 25/02/2014 e a resposta, na forma do Relatório RA/CVM/SEP/GEA-3/Nº 21/14, foi dada em 12/03/2014 – isto é, em menos de vinte dias. Por seu turno, o Parecer Nº 2014/GJU-2/PFE-CVM/PGF/AG foi datado 19/05/2016, o que também representa um curto espaço de tempo, se levarmos em conta o trâmite de processos administrativos e o tempo para a elaboração e publicação de um Parecer jurídico.

Outro aspecto que corrobora essa percepção é o fato de não ter havido nenhuma menção a encontro ou audiência pública para discutir o tema “incorporação de ações”, ao longo do Relatório RA/CVM/SEP/GEA-3/Nº 21/14 ou do Parecer Nº 2014/GJU-2/PFE-CVM/PGF/AG. Se a CVM efetivamente realizou algum evento nesse sentido, para colher dados e opiniões técnicas sobre a incorporação de ações, não indicar isso em suas manifestações foi um equívoco. A adoção desse tipo de procedimento administrativo, voltado para a promover participação de partes interessadas na decisão da autarquia, transmite a sensação de maior solidez e confiabilidade ao conteúdo decisório. Por essa razão, fica difícil imaginar que a CVM teria se dado ao trabalho de realizar uma audiência pública, que seria benéfica para a tomada de decisão, e omitido tal fato ao publicar o seu entendimento.

Pode-se concluir, portanto, que não houve convocação de audiências públicas, para debater o tema, ou mesmo qualquer tipo de reunião que promovesse a participação de outras pessoas potencialmente interessadas no assunto. Isso demonstra que o processo administrativo regulatório que culminou na edição do Relatório RA/CVM/SEP/GEA-3/Nº 21/14 e do Parecer Nº 2014/GJU-2/PFE-CVM/PGF/AG não contou com participação das partes interessadas. Essa constatação representa um indicador negativo, segundo a teoria processual administrativa desenvolvida por Steven Croley, tendo em vista que a presença de interessados no processo de tomada de decisões – principalmente de organizações voltadas para o interesse público –, pode entrar o surgimento de regulações que favoreçam apenas a grupos de interesses específicos. (CROLEY, 2008, p. 135)

3.2 Transparência na tomada de decisão

No que diz respeito à transparência, Steven Croley destaca dois pontos interessantes, a saber: (a) quando se trata de decisões ou regras importantes, as

agências reguladoras frequentemente realizam audiências ou outras reuniões públicas; e (b) as agências citam estudos e dados importantes, que embasaram a regra proposta, sendo que as partes interessadas podem requisitar cópias dos mesmos às agências (CROLEY, 2008, p. 119). A primeira diretiva assegura a transparência na medida em que possibilita que qualquer um possa influenciar a tomada de decisão, por meio da participação nos debates sobre o tema a ser regulado. Com isso, evita-se que apenas um determinado grupo de interesses participe e direcione a regulação promovida pela entidade pública reguladora. Por seu turno, o segundo ponto levantado por Steven Croley consiste no direito de qualquer parte de ter acesso aos dados e informações que subsidiaram a decisão administrativa. Isso permite que as partes interessadas conheçam os fundamentos e a base de suporte do ato regulatório, assim como possibilita que sejam apresentadas críticas ou dados diferentes, garantindo transparência ao processo decisório.

No tópico anterior, restou demonstrado que a CVM, ao se pronunciar sobre a natureza jurídica da incorporação de ações, não realizou audiências públicas ou outros tipos de encontros, a fim de promover a participação dos interessados. Além do problema da ausência de participação, essa postura da CVM impacta também a questão da transparência, conforme a percepção de Steven Croley. Com efeito, o processo decisório do Relatório RA/CVM/SEP/GEA-3/Nº 21/14 e do Parecer Nº 2014/GJU-2/PFE-CVM/PGF/AG ocorreu à revelia das partes interessadas, que não tiveram oportunidade de trazer suas considerações sobre o tema objeto da consulta. Na realidade, é possível que o SINDCOR (consulente) tenha sido a única parte interessada que teve participação na tomada de decisão, dada a ausência de qualquer menção a documentos ou dados fornecidos por outras partes – conforme se depreende da leitura do Relatório RA/CVM/SEP/GEA-3/Nº 21/14 e do Parecer Nº 2014/GJU-2/PFE-CVM/PGF/AG. Se confirmada essa participação exclusiva do SINDCOR, o procedimento administrativo regulatório adotado no âmbito da CVM terá comprometido negativamente dois elementos da teoria administrativa da regulação: a participação dos interessados e a transparência.

Em relação à conduta das agências reguladoras, no sentido de citar estudos e dados relevantes e, quando requisitadas, fornecerem tais documentos, cabem alguns comentários. Ao final do Relatório RA/CVM/SEP/GEA-3/Nº 21/14, foram citadas duas fontes que serviram de suporte para o entendimento firmado no referido Relatório. Caso algum interessado quisesse ter acesso ao material, provavelmente, a CVM teria fornecido ou indicado o local onde poderia ser obtido – não há motivos para imaginar que a autarquia adotaria conduta diferente.

Por outro lado, o Parecer Nº 2014/GJU-2/PFE-CVM/PGF/AG apenas menciona que o SINDCOR subsidiou o seu pedido de consulta com “doutrina”, sem especificar qual seria.³ E, ao final do Parecer Nº 2014/GJU-2/PFE-CVM/PGF/AG, consta somente a transcrição do art. 227 e 252 da Lei nº 6.404, de 1976, e da ementa do acórdão proferido no processo nº 10680.726772/2011-88, que tramitou no Conselho Administrativo de Recursos Fiscais – CARF. Não há indicação de qualquer outro material que supostamente teria servido de parâmetro para a elaboração do Parecer pela Procuradoria Federal Especializada – sejam artigos científicos, livros, ou outro tipo de fonte. Considerando a complexidade do tema – tanto que estava gerando controvérsias em diversos setores –, surpreende que não tenha sido explicitado, pela Procuradoria Federal Especializada junto à CVM, o embasamento teórico que lastreou o Parecer Nº 2014/GJU-2/PFE-CVM/PGF/AG. Esse aspecto depõe contra a transparência do procedimento administrativo adotado, visto que dificulta o conhecimento do embasamento teórico – pode ser uma teoria jurídica, uma forma de interpretação de normas jurídicas, etc. – que fundamentou a decisão regulatória, e, por conseguinte, a apresentação de críticas ou contrapontos à decisão.

3.3 Coleta de dados e informações de forma ampla, no âmbito do processo decisório

Segundo Steven Croley, “*the currency of administrative decisionmaking is information, not votes or potential campaign contributions*” (CROLEY, 2008, p. 135).⁴ Esse ponto de vista defendido pelo autor constitui uma premissa relevante, qual seja: a obtenção de informações é indispensável para a tomada de decisão administrativa. E não é difícil perceber o motivo pelo qual Steven Croley atribuiu tanta importância às informações, uma vez que o tomador da decisão depende delas para fundamentar a escolha da entidade reguladora. Ademais, em situações complexas, o ideal é que haja uma diversidade de dados técnicos, científicos, jurídicos ou políticos à disposição da agência reguladora, de modo a possibilitar que o tomador da decisão

³Segue o trecho do Parecer: “5. A i. Superintendência de Relações com Empresas – SEP, mencionando a doutrina citada pelo SINCOR [sic], concorda, a princípio, com a tese do consulente, reforçando sua manifestação com decisão do Conselho Administrativo de Recursos Fiscais, exarada no âmbito do Processo 10680.726772/201188, na qual está disposto que: ‘na incorporação de ações não há alienação de ações ou mesmo uma incorporação ficta, mas sim a sub-rogação legal dos acionistas da sociedade cujas ações houveram de ser incorporadas, nas ações da incorporadora’.”

⁴Em tradução livre: “a moeda da tomada de decisão administrativa é a informação, e não votos ou potenciais contribuições de campanha.”

aprofunde o seu conhecimento acerca do assunto a ser regulado. Assim, a perspectiva é que a regulação melhore qualitativamente conforme sejam repassadas as informações pertinentes para a agência reguladora. Implica dizer que o ato regulatório socialmente benéfico pressupõe que a entidade reguladora tenha obtido as informações necessárias para emitir a sua decisão de forma técnica e bem instruída.

Nessa linha de raciocínio, importante destacar que a coleta de dados e informações está diretamente relacionada com a participação dos setores interessados na decisão regulatória. Com efeito, quanto maior a participação dos grupos de interesse, maiores serão as chances de a entidade reguladora obter material relacionado ao tema objeto da regulação. O procedimento *notice and comment*, descrito por Steven Croley, assim como aqueles previstos no § 3º do art. 8º da Lei nº 6.385, de 1976, constituem exemplos disso, pois servem como instrumentos de captação de dados, argumentos e informações, na forma dos comentários enviados à agência reguladora pelas partes interessadas. Por seu turno, também compete à entidade reguladora buscar seus meios próprios de coletar dados, pois a ausência de participantes externos não pode servir de desculpa para decisões administrativas regulatórias com fundamentação deficiente ou inadequada.

Passando ao caso das manifestações da CVM, constata-se que houve problemas no tocante ao procedimento de coleta de dados ou informações relevantes para a tomada de decisão. Em primeiro lugar, cumpre lembrar que não foi realizada audiência pública ou qualquer outra forma de angariar dados e opiniões – como era de se esperar em um caso complexo como o relativo à natureza jurídica da incorporação de ações. O único subsídio doutrinário fornecido à CVM e que foi mencionado pela autarquia em suas manifestações consiste no material entregue pelo SINDCOR (consulente), conforme se depreende do seguinte trecho do Relatório RA/CVM/SEP/GEA-3/Nº 21/14:

19. Neste ponto, embora não se encontre manifestação da CVM a respeito, a doutrina apresentada pelo Consulente parece entender pela ocorrência, no momento da substituição das ações da incorporada pelas da incorporadora, de sub-rogação legal real:

Ao examinar o Parecer Nº 2014/GJU-2/PFE-CVM/PGF/AG, também não se encontra indicação de informações ou dados fornecidos por partes interessadas – fato que já fora destacado no tópico anterior. Portanto, ao que parece, a CVM se restringiu à “doutrina fornecida pelo consulente”, para fundamentar sua decisão sobre a natureza jurídica da incorporação de ações. Significa dizer que a autarquia não contou com uma base sólida e ampla de informações proporcionadas por partes interessadas, o que configura um

indicativo negativo, se considerarmos a teoria processual administrativa da regulação.

Apenas para ilustrar a fragilidade de uma decisão administrativa tomada nessas condições, vejamos a questão da tese da sub-rogação real, que era defendida pela “doutrina fornecida pelo consulente”. Ao adotar somente o subsídio entregue pelo SINDCOR (consulente), o subscritor do Relatório RA/CVM/SEP/GEA-3/Nº 21/14 acabou endossando a tese que era favorável a uma das partes interessadas⁵. O problema é que o tomador da decisão administrativa não se atentou para a existência de artigo doutrinário que sustenta tese diametralmente oposta, ou seja, no sentido de que não há sub-rogação real em operações de incorporação de ações (JUNIOR e SCHOUERI, 2012). Nesse ponto, importante salientar que o artigo doutrinário com tese contrária ao decidido pela CVM foi publicado no ano de 2012, portanto, muito antes de a consulta ter sido formulada pelo SINDCOR (25/02/2014). Trata-se de dado relevante, que foi negligenciado pela autarquia e poderia ter sido obtido, por exemplo, em uma audiência pública – daí a importância da participação de todas as partes interessadas.

Além do exemplo trazido acima, podem ser identificados outros pontos problemáticos, relativos à instrumentalização do processo decisório com as informações, dados ou argumentos pertinentes. Com efeito, aspectos controversos sobre a incorporação de ações e que são pertinentes para a definição da natureza jurídica desta operação não foram sequer descritos nas manifestações proferidas pela autarquia. Essa peculiaridade contrasta com o próprio contexto narrado na introdução do Relatório RA/CVM/SEP/GEA-3/Nº 21/14, onde foi explicitado que havia questionamentos em diversas áreas, a respeito de pontos distintos da incorporação de ações e suas repercussões. Segundo noticiado pelo SINDCOR (consulente) e reproduzido no citado Relatório, havia indagações sobre direito de retirada de minoritários, assim como controvérsias tributárias em torno desse tipo de operação. Não obstante, a CVM exarou seu entendimento sem adentrar nesses temas e, o que parece ser mais preocupante, sem sequer buscar informações e dados sobre essas questões.

Esse cenário levanta questionamentos que colocam em dúvida a confiabilidade das manifestações da CVM no Relatório RA/CVM/SEP/GEA-3/Nº 21/14 e no Parecer Nº 2014/GJU-2/PFE-CVM/PGF/AG. Isso porque não se sabe se informações sobre o direito de retirada dos acionistas minoritários,

⁵Vale lembrar que a motivação do SINDCOR para provocar a manifestação da CVM sobre o assunto foi a existência de autuações fiscais, no âmbito da Secretaria da Receita Federal do Brasil. Nesse sentido é que se pode afirmar que a consulente representava apenas um dos interessados no assunto a ser decidido pela CVM.

sobre as consequências tributárias da operação ou a respeito das divergências doutrinárias chegaram à autarquia para subsidiar o processo decisório. Diante disso, não é possível afirmar que a tomada de decisão da CVM, por meio do Relatório RA/CVM/SEP/GEA-3/Nº 21/14 e do Parecer Nº 2014/GJU-2/PFE-CVM/PGF/AG, seguiu adequadamente o pressuposto indispensável da coleta de informações, dados e argumentos.

3.4 Forma como os dados e informações são analisados pela entidade reguladora

O último elemento do procedimento administrativo que será analisado tem por enfoque a apreciação, pela entidade reguladora, dos dados e informações que estão à sua disposição. De acordo com Steven Croley, o processo de tomada de decisão regulatória deve promover a avaliação dos argumentos e informações fornecidos por uma gama de interesses. (CROLEY, 2008, p. 134). Para o citado autor, a decisão da agência reguladora deve demonstrar racionalidade, razoabilidade, falta de arbitrariedade e a devida consideração de dados e argumentos relevantes (CROLEY, 2008, p. 141). Agora, vejamos como se comportou a CVM, nesse quesito.

Nos casos examinados por Steven Croley, o autor identificou que houve consenso de especialistas sobre os assuntos a serem regulados (CROLEY, 2008, p. 255), o que certamente facilitou a tomada de decisão regulatória. Nesse ponto, cabe destacar que o consenso em situações de interpretação jurídica sobre determinado instituto – como é o caso da incorporação de ações – é bastante difícil de acontecer. Afinal, existem distintas correntes doutrinárias, interpretações ou teses jurídicas, cada uma acomodando pretensões das mais diversas. Desse modo, não seria razoável exigir da CVM que obtivesse consenso sobre a natureza jurídica da incorporação de ações para, só então, se pronunciar a respeito do tema. O problema, portanto, não foi a ausência de consenso, mas a falta de explicitação da divergência. Se por um lado, a autarquia não conseguiria um entendimento uníssono sobre o assunto, por outro lado, era imprescindível que explorasse justamente a divergência, a fim de aprofundar o debate e, ao final, indicar qual a corrente apresentou os melhores e mais embasados fundamentos.

Além disso, conforme demonstrado no tópico anterior, a CVM não se debruçou como deveria sobre alguns aspectos relativos à incorporação de ações. A ausência de exame de argumentos e informações pode ser consequência direta das falhas na etapa de coleta de dados – que existiram no caso aqui discutido, tendo em vista a não utilização de instrumentos voltados para obtenção de informações. Por óbvio, se a CVM não procedeu à coleta de dados relevantes sobre a natureza jurídica da incorporação de ações, não haveria como a autarquia produzir análise e considerações sobre dados de que

não dispunha. Portanto, a consideração acerca dos dados e informações relevantes, elencada como elemento indispensável na teoria processual administrativa de Steven Croley, fica prejudicada nas manifestações da CVM – Relatório RA/CVM/SEP/GEA-3/Nº 21/14 e Parecer Nº 2014/GJU-2/PFE-CVM/PGF/AG.

Apesar de não ser possível discorrer sobre a análise de dados e argumento – já que este elemento se mostrou deficiente nas manifestações da CVM –, é conveniente demonstrar, pelo menos, a repercussão que esse tipo de lacuna no procedimento administrativo traz para a fundamentação da decisão regulatória.

No Relatório RA/CVM/SEP/GEA-3/Nº 21/14 restou consignado que os aspectos contábeis da incorporação de ações noticiada pelo SINDCOR (consulente), envolvendo a Nova Bolsa, já teria sido analisado no Processo CVM nº RJ-2008-06405. Por essa razão, o subscritor do referido Relatório optou por não tecer nenhuma consideração sobre assuntos de contabilidade. Por seu turno, a Procuradoria Federal Especializada junto à CVM, ao elaborar o Parecer Nº 2014/GJU-2/PFE-CVM/PGF/AG, também se esquivou da análise de questões contábeis. O problema é que existem normas contábeis cujo conteúdo está intimamente ligado à questão central formulada na consulta do SINDCOR, qual seja: se há ou não alienação de ativos na incorporação de ações.⁶ Ademais, uma das grandes controvérsias sobre a incorporação de ações reside na maneira como as pessoas jurídicas partes da operação devem proceder em relação aos seus registros contábeis. Portanto, não se trata de tema acessório e de menor relevância, ao contrário, consiste em uma importante fonte de argumentos para definir em que consiste a incorporação de ações.

Outro ponto relevante, que não foi devidamente examinado pela CVM, foi a existência de correntes doutrinárias diversas, a respeito da natureza jurídica da incorporação de ações. Em um procedimento administrativo regulatório ideal, a entidade reguladora abordaria as duas correntes divergentes e indicaria aquela que, segundo o seu entendimento, seria a mais consistente e juridicamente válida. Contudo, no caso aqui estudado, independente de qual das correntes possui a melhor fundamentação jurídica, o fato é que um dos pontos de vista sobre o tema não foi abordado pelo Relatório RA/CVM/SEP/GEA-3/Nº 21/14, o que pode suscitar questionamentos sobre a confiabilidade da decisão proferida pela CVM. O mesmo raciocínio se aplica

⁶ Os itens 6 e 7 do Pronunciamento Técnico do Comitê de Pronunciamentos Contábeis 15 (CPC 15) determina a indicação, nos registros contábeis, de quem é o adquirente em operações como a incorporação de ações. Por decorrência lógica, se há adquirente, existirá uma alienação.

ao Parecer N° 2014/GJU-2/PFE-CVM/PGF/AG, tendo em vista que a Procuradoria Federal Especializada junto à CVM também não explicitou a existência de correntes opostas sobre a natureza jurídica da incorporação de ações. Ao omitir a divergência doutrinária, recai sobre o mencionado Parecer a mesma fragilidade apontada no Relatório RA/CVM/SEP/GEA-3/N° 21/14, vale dizer: não foram levados em consideração todos argumentos ou informações sobre o assunto regulado. Esse problema apontado nas manifestações da CVM foi ocasionado por uma deficiência no processo de tomada de decisão, relacionado à coleta de dados ou informações relevantes sobre o tema objeto de regulação – os quais poderiam ter sido facilmente obtidos.

Esses são alguns dos problemas identificados no processo regulatório que culminou com a edição do Relatório RA/CVM/SEP/GEA-3/N° 21/14 e do Parecer N° 2014/GJU-2/PFE-CVM/PGF/AG. Sob a perspectiva da teoria processual da regulação, desenvolvida por Steven Croley, a CVM deveria ter apreciado e tecido considerações a respeito dos dados, argumentos e informações relevantes sobre o tema objeto de regulação. Ao não proceder dessa maneira, a autarquia efetivou a tomada de decisão por meio de um processo administrativo incompleto, uma vez que deixou de se pronunciar sobre dados, informações e argumentos relevantes e pertinentes ao tema regulado – no caso, a natureza jurídica da incorporação de ações.

Conclusão

Após examinar o processo de tomada de decisão adotado pela CVM, que resultou no Relatório RA/CVM/SEP/GEA-3/N° 21/14 e no Parecer N° 2014/GJU-2/PFE-CVM/PGF/AG, fica evidente que não foram preenchidos os requisitos necessários para produzir uma regulação socialmente benéfica, sob a perspectiva da teoria processual administrativa desenvolvida por Steven Croley. Com efeito, os elementos do procedimento administrativo – participação de partes interessadas, transparência, coleta e análise de informações, dados e argumentos – não foram observados ou o foram de maneira incompleta. E essas falhas podem dar margem a discussões sobre a confiabilidade da decisão emanada da CVM, e, conseqüentemente, podem comprometer a sua aplicação.

Considerando que aspectos societários – como o direito de retirada de minoritários – e tributários não foram levados em consideração pela CVM, existe o risco de a decisão da autarquia ser questionada – inclusive judicialmente –, por aquelas partes que não tiveram os seus argumentos ou informações devidamente analisados no processo decisório. No entanto, o problema não está no questionamento da decisão, tendo em vista que isso é

uma decorrência normal e esperada no campo da regulação – vale dizer, os insatisfeitos com o ato regulatório buscam reverter a decisão da entidade reguladora. O ponto que deve ser enfatizado é que, se o procedimento regulatório apresentou falhas, há grandes chances de haver equívocos ou lacunas no conteúdo da decisão regulatória. Significa dizer que o Relatório RA/CVM/SEP/GEA-3/Nº 21/14 e o Parecer Nº 2014/GJU-2/PFE-CVM/PGF/AG podem padecer de inconsistências que, inevitavelmente, diminuirão a confiabilidade e aceitação do entendimento firmado pela CVM.

Ademais, no momento em que alguma parte interessada apresentar entendimento contrário ao assentado no Relatório RA/CVM/SEP/GEA-3/Nº 21/14 e o Parecer Nº 2014/GJU-2/PFE-CVM/PGF/AG, podem surgir arguições sobre o procedimento adotado no processo de tomada de decisão. Caso essas partes interessadas constatem as mesmas falhas apontadas no presente artigo, elas possuirão mais um argumento para demandar a revisão das manifestações da CVM, sobre a natureza jurídica da incorporação de ações. Nesse cenário, a autarquia seria submetida a questionamentos sob duas perspectivas: uma relacionada ao conteúdo da decisão – aspecto material – e outra relativa ao procedimento administrativo de tomada de decisão – aspecto processual. Apesar de não ser possível prever qual seria o resultado desse litígio, por certo a CVM teria que se esforçar bastante para manter a sua decisão e afastar as inconsistências e argumentações contrárias suscitadas pelas partes insatisfeitas com a decisão regulatória.

Por fim, cumpre destacar que também poderia ser levantada suspeita sobre uma possível captura da CVM, segundo os pressupostos da teoria da *public choice*. Notadamente, a decisão da CVM sobre a natureza jurídica da incorporação de ações encampou a tese que favorecia os interesses do SINDCOR, visto que as conclusões do Relatório RA/CVM/SEP/GEA-3/Nº 21/14 e do Parecer Nº 2014/GJU-2/PFE-CVM/PGF/AG seguiram a linha defendida pelo consultante, no sentido de que não há alienação de ativos na incorporação de ações. Esse cenário, aliado aos problemas encontrados no processo de tomada de decisão, favorece a percepção de que a CVM teria entregado uma decisão regulatória que beneficia um grupo de interesses específico. Trata-se de um aspecto negativo para qualquer decisão regulatória a acusação de que houve favorecimento a um determinado grupo de interesse, sem que tenham sido levados em consideração os argumentos em sentido contrário. Daí a necessidade de a CVM repensar o processo de tomada de decisão que culminou no Relatório RA/CVM/SEP/GEA-3/Nº 21/14 e o Parecer Nº 2014/GJU-2/PFE-CVM/PGF/AG, tendo em vistas todas as inconsistências e problemas constatados no presente artigo.

Referências Bibliográficas

- ARANHA, Marcio Iorio. **Manual de Direito Regulatório: Fundamentos de Direito Regulatório**. 3 ed. ed. London: Laccademia Publishing, 2015. Edição para kindle.
- Comissão de Valores Mobiliários. **Edital de Audiência Pública SDM nº 04/2013**. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2013/sdm0413-edital.pdf>. Acesso em: 12 dez 2016
- _____. **Parecer Nº 2014/GJU-2/PFE-CVM/PGF/AG**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2014/9167-1.pdf>>. Acesso em: 12 dez 2016
- _____. **Relatório RA/CVM/SEP/GEA-3/Nº 21/14**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2014/9167-0.pdf>>. Acesso em: 12 dez 2016
- Comitê de Pronunciamentos Contábeis. **Pronunciamento Técnico CPC 15 (R1)**. Disponível em: <http://static.cpc.mediagroup.com.br/Documentos/235_CPC15R1_rev_06.pdf>. Acesso em: 12 dez 2016.
- CROLEY, Steven P. **Regulation and public interest: the possibility of good regulatory government**. Princeton: Princeton University, 2008.
- JUNIOR, Luiz Carlos de Andrade; SCHOUERI, Luís Eduardo. Incorporação de ações: natureza societária e efeitos tributários. **Revista Dialética de Direito Tributário**, v. 200, p. 44-72, maio 2012.
- SHAPIRO, Martin. The giving reasons requirement. **University of Chicago Legal Forum**, n. 179, p. 179-220, 1992.

