PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO

PUC-SP

Maria Lucia Perez Ferres Zakia

Regulação do Mercado de Valores Mobiliários: da teoria de comando e controle à teoria de regulação responsiva

Tese de Doutorado em Direito Administrativo

SÃO PAULO

2024

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO

PUC-SP

Maria Lucia Perez Ferres Zakia

Regulação do Mercado de Valores Mobiliários: da teoria de comando e controle à teoria de regulação responsiva

Tese apresentada à Banca Examinadora da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, como exigência parcial para obtenção do título de Doutora em Direito Administrativo sob a orientação do Prof. Dr. José Roberto Pimenta Oliveira.

SÃO PAULO

2024

Autorizo exclusivamente para fins acadêmicos e científicos a reprodução total ou parcial desta tese de doutorado por processos de fotocopiadoras ou eletrônicos.

Assinatura: _____

Data:_____

E-mail:_____

Maria Lucía Pérez Ferrés Zakia

Regulação do Mercado de Valores Mobiliários: da teoria de comando e controle à teoria de regulação responsiva

Tese apresentada à Banca Examinadora da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, como exigência parcial para obtenção do título de Doutora em Direito Administrativo sob a orientação do Prof. Dr. José Roberto Pimenta Oliveira.

Aprovado em ___/____/_____.

BANCA EXAMINADORA

_____

Prof. orientador dr. José Roberto Pimenta Oliveira – PUC-SP

_____

Prof. Dr. Jacintho Silveira Dias de Arruda Câmara - PUC-SP

_____

Prof. Dr. Ricardo Marcondes Machado - PUC-SP

_____

Prof. Dra. Alice Bernardo Voronoff

_____

Prof. Dr. Daniel Ferreira

Dedico o presente trabalho aos meus pais Gabriel Morgan e Elvira Ferrés, à Tomas Zakia, meu perseverante e fiel companheiro de jornada e aos meus filhos Eduardo, Olívia e Elisa, razão e norte da minha vida. Sem eles nada disso seria possível**.**

Não percorri esta jornada sozinha e desejo expressar minha profunda gratidão a todos com quem compartilhei histórias, desafios e reflexões. É difícil medir o valor da ajuda que recebi de cada um, mas sou ciente que sou devedora de cada um deles.

Agradeço aos meus pais, Gabriel e Elvira, por terem me feito existir, pelo amor dedicado, por terem me proporcionado educação e amor pelos estudos

Ao meu esposo Tomás pela sua incansável boa vontade em me compreender, compartilhando meus ideais e incentivando-me a prosseguir, insistindo para que eu avançasse cada vez mais um pouquinho.

Aos meus filhos Eduardo, Olivia e Elisa, razão da minha vida.

E um especial agradecimento ao meu orientador Dr. José Roberto por ter me escolhido e orientado com muita compreensão e paciência durante todo o processo que culminou na presente Tese. A ele expresso minha profunda gratidão. É redundante reafirmar suas qualidades acadêmicas, mas é preciso registrar, além de seu apoio, o privilégio de ser orientada por um dos maiores expoentes do Direito Administrativo Sancionador no Brasil.

Zakia, Maria Lucia P. F. Regulação do Mercado de Valores Mobiliários: da técnica de comando e controle à técnica de regulação responsiva

Resumo: Nos últimos anos, as autarquias de regulação federais, à exemplo da Comissão de Valores Mobiliários, têm mudado a abordagem regulatória, inicialmente baseada em uma cultura repressiva de comando e controle, para incorporar conceitos e racional típicos da regulação responsiva, contextualizando a atividade sancionatória a uma lógica de incentivos intrínsecos e conferindo maior discricionariedade ao regulador para construção e aplicação de respostas estatais mais individualizadas, responsivas aos comportamentos concretos dos regulados e alinhadas às finalidades da política estatal regulatória subjacente. A mudança de perspectiva regulatória não é nem explícita, nem integral, mas se materializa através da adoção tácita e muitas vezes não coordenada de conceitos esparsos. A discricionariedade do regulador, necessária na regulação responsiva, se percebe na expedição de atos normativos, na interpretação e na aplicação da norma para permitir a gestão regulatória. Questiona-se sobre a compatibilidade da dinâmica própria da regulação responsiva com um sistema de matriz civilista, em especial, com os princípios constitucionais da Administração Pública brasileira. Propõe-se a análise da legislação nacional que comporia um microssistema incidente sobre a atividade reguladora sancionadora, sob a perspectiva responsiva, e analisa-se se a CVM é cumpridora destas normas. A partir de uma pesquisa bibliográfica, jurisprudencial, de coleta de dados da CVM e do órgão externo de controle, constata-se que é possível analisar a legislação sancionadora regulatória CVM vigente sob a perspectiva da teoria da regulação responsiva. Expõe-se uma simulação das pirâmides regulatórias incidente sobre a regulação dos fundos de investimento com a finalidade de demonstrar como restariam organizadas as normas e a dinâmica regulatória responsiva no âmbito da atividade sancionadora regulatória da CVM. Conclui-se que não há resistência legislativa e teórica na adoção da teoria da regulação responsiva no âmbito da atividade sancionadora regulatória incidente sobre o mercado de valores mobiliários brasileiro, desde que respeitados os pressupostos contidos na legislação e que as decisões regulatórias sejam baseadas em interpretação razoável da lei e da Constituição Federal, expondo-se motivação de forma explícita, individualizada, congruente, pública e coerente com o modelo regulatório adotado.

Palavras-chave: Regulação Estatal. Mercado de Valores Mobiliários. Direito Administrativo Sancionador Regulatório. Teoria da regulação responsiva.

Zakia, Maria Lucia P. F. Securities Market Regulation from the perspective of the Responsive Regulation Theory

Abstract:
In recent years, federal regulatory entities, such as the Securities and Exchange Commission, have changed the regulatory approach, initially based on a repressive culture of command and control, to incorporate concepts and rationale typical of responsive regulation, contextualizing sanctioning activity to a logic of intrinsic incentives and granting greater discretion to the regulator to construct and apply more individualized state responses, responsive to the concrete behaviors of those regulated and aligned with the purposes of the underlying regulatory state policy. The change in regulatory perspective is neither explicit nor integral, but materializes through the tacit and often uncoordinated adoption of scattered concepts. The regulator's discretion, necessary in responsive regulation, is seen in the issuance of normative acts, in the interpretation and application of the norm to allow regulatory management. The question arises about the compatibility of the dynamics of responsive regulation with a civil system, in particular, with the constitutional principles of Brazilian public administration. It is proposed to analyze the national legislation that would make up a microsystem applicable to sanctioning regulatory activity, from a responsive perspective, and analyze whether the CVM complies with these standards. From a bibliographical and jurisprudential research, data collection from the CVM and the external control body, it appears that it is possible to analyze the current CVM regulatory sanctioning legislation from the perspective of the theory of responsive regulation. A simulation of the regulatory pyramids applicable to the regulation of investment funds is presented with the aim of demonstrating how the rules and responsive regulatory dynamics would remain organized within the scope of the CVM's regulatory sanctioning activity. It is concluded that there is no legislative and theoretical resistance to the adoption of the theory of responsive regulation within the scope of regulatory sanctioning activity incident on the Brazilian securities market, as long as the assumptions contained in the legislation are respected and that regulatory decisions are based on reasonable interpretation of the law and the Federal Constitution, exposing motivation in an explicit, individualized, congruent, public and coherent way with the adopted regulatory model.

.

Key words: State Regulation. Securities Market. Administrative Sanctioning Regulatory Law. Responsive regulation theory.

Sumário

INTRODUÇÃO 13

1. REGULAÇÃO ESTATAL
1.1. Conceito 18
1.1.1. Perspectiva à luz do Direito Econômico, do Direito Administrativo e do Direito Constitucional 19
1.1.2. Regulação e regulamentação 25
1.1.3. Natureza jurídica 27
1.2. Regulação da atividade econômica à luz do Direito Administrativo 32
1.3. Deficiências ou falhas de mercado 37
1.3.1. Deficiência de concorrência 38
1.3.2. Externalidades 39
1.3.3. Acesso aos bens coletivos 40
1.3.4. Assimetria informacional 41
1.4. Conceito e relevância do mercado de valores mobiliários 42
1.4.1. Diferenças entre mercado de valores mobiliários e mercado financeiro 42
1.4.2. Interface entre mercado de valores mobiliários e mercado financeiro 48
1.4.3. Relevância do mercado de valores mobiliários 50
1.5. Regulação do mercado de valores mobiliários 60
1.5.1. Finalidades 60
1.5.1.1. Externalidades: risco sistêmico 62
1.5.1.2. Deficiência relacionadas às assimetrias informacionais 67
a) Seleção adversa 70
b) Relação de Agência 72
c) Moral Hazard ou risco moral 76
1.5.2. Espécies de regulação 79
a) Regulação de condutas 79
b) Regulação sistêmica 81
c) Regulação prudencial 87
1.6.Estrutura regulatória: regulação estatal e autorregulação 90
2. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS
2.1. Contexto histórico 94
2.2. Entidade supervisora integrante do Sistema Financeiro Nacional 113
2.3. Natureza jurídica: autarquia especial e agência reguladora 115
2.4. Atribuição, competência e princípios 121
2.5. Estrutura de regulação CVM: regulação e autorregulação 127
2.6. Influência internacional na regulação 136
2.7. Estrutura organizacional: Regimento Interno 140
2.8. Governança e gestão 147
2.8.1. Da Resolução CVM n.º 52 de 2021 147
a) Planejamento Estratégico Institucional – PEI 148
b) Execução da Estratégia Institucional – EEI 149
c) Monitoramento e Controle Internos – MCI 150
(i) Monitoramento e Controle dos Resultados Institucionais 150
(ii) Monitoramento e Controle dos Resultados das Unidades e Servidores 151
(iii) Monitoramento e Controle da Execução do Orçamento 151
(iv) Auditoria interna 151
(v) Atuação Ética e Conflitos de Interesses 152
(vi) Apuração de responsabilidades 152

(vii) Prestação de contas 152
2.8.2. Da governança e gestão da CVM 153
2.8.2.1.Do Planejamento estratégico instituição 153
a) Propósito 154
b) Valores 154
c) Mandatos legais 155
d) Cadeia de valor 155
e) Análise ambiental 156
f) Mapa estratégico 157
2.8.2.2.Execução da Estratégia Institucional – EEI 157
2.8.2.3.Monitoramento e Controle Internos – MCI 158
2.9. Gerenciamento de Riscos 158
2.10. Tratamento institucional da regulação 161
2.11. Órgão de controle externo 165
2.12. Objeto da regulação 171
2.12.1. Objeto da regulação sob a ótica do sujeito econômico 171
2.12.2. Objeto da regulação sob a ótica da atividade econômica 172
a) Perspectiva legal 171
b) Perspectiva da CVM 175
c) A problemática dos derivativos 181
d) A "escolha" regulatória de não regular 186

2.13. Estrutura legislativa sancionatória 190
2.13.1.1.Lei que cria e dispõe sobre o Mercado de Valores Mobiliários (Lei n.º 6.385/1976) 190
2.13.1.2.Lei que dispõe sobre a Sociedade por Ações (Lei n.º 6.404/1976) 194
2.13.1.3.Lei que dispõe sobre o processo administrativo sancionador na esfera de atuação do Banco Central do Brasil e da Comissão de Valores Mobiliários (Lei n.º 13.506/2017) 195
a) Resolução que dispõe sobre o rito dos procedimentos relativos à atuação sancionadora no âmbito da Comissão de Valores Mobiliários (Resolução CVM n.º 45/2021) 196
b) Resolução que dispõe sobre multas cominatórias aplicadas pela CVM (Resolução CVM n.º 47/2021) 196
2.13.1.4.Normas setoriais CVM 197
a) Companhias 197
b) Fundos de Investimento 198
c) Carteira Administrada 198
d) Corretoras de Títulos Mobiliários (CTVMs) e as Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários (DTVMs) 199
e) Analista de Valores Mobiliários 200
f) Assessor de Investimentos 200
g) Consultor de Valores Mobiliários 201
h) Auditor Independente 201
i) Agência Classificadora de Risco de Crédito (Rating) 202
j) Clube de Investimento 202

3. DIREITO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR REGULATÓRIO

3.1. Introdução 204
3.2. Unidade e diferenças 208

3.2.1. Atividade sancionatória regulatória: caráter instrumental e finalístico 208
3.2.2. Estrutura administrativa regulatória: obrigação de governança e eficiência 211
3.2.3. Característica da regulação estatal: setorial e descentralizada 219
***3.3.* Direito Penal e Direito Administrativo Sancionador** 222
3.3.1. Diferenças: finalidade e função próprias 223
3.3.2. Interfaces e limites 226
3.4. Elementos 229
3.4.1. Sanção 229
3.4.2. Potestades administrativas 231
3.4.3. Infração 234
3.5. Princípios 235
3.5.1. Princípio da legalidade 236
3.5.1.1.Reserva legal 239
3.5.1.2.Mandado de tipificação 246
3.6. Da cultura repressiva à regulação por incentivos 249
3.6.1. Breve histórico 249
3.6.2. Aspectos gerais da crise da técnica comando e controle 251
3.6.3. Crise da técnica de comando e controle no contexto regulatório brasileiro 253
3.6.4. Influência internacional para adoção de nova abordagem regulatória 260

4. A TEORIA DE REGULAÇÃO RESPONSIVA
4.1. Contexto 265
4.2. Conceito 266
4.3. Princípios 270
4.4. Características da atuação do regulador responsivo 271
4.4.1. Inovação na resposta estatal 271
4.4.2. Adoção da técnica "tif-for-tat" (retaliação equivalente) 272
4.4.3. Criação de ambiente cooperativo 274
4.4.4. Estratégia dinâmica de resposta: estrutura piramidal 275
4.4.5. Comunicação eficiente 278
4.5. Pirâmides regulatórias 280
4.5.1. Introdução 281
4.5.2. Pirâmide de Estratégias Regulatórias (Pyramid of Regulatory Strategies) e *Pirâmide de Mecanismos Regulatórios* 284
4.5.3. Pirâmide de Constrangimento (Enforcement Pyramid) 287
4.5.4. *Pirâmide de Perfil do regulado e Pirâmide de Finalidade regulatória* 289
4.5.5. Pirâmide de Regulação em Rede 290
4.5.6. Diamante regulatório 292
4.6.* Considerações sobre a autorregulação (ou *self-regulation*) e autorregulação forçada (ou *enforced self-regulation) 296

5. A ATIVIDADE SANCIONADORA DA CVM À LUZ DA REGULAÇÃO RESPONSIVA
5.1. Introdução 301
5.2. Contexto 303
5.3. Apresentação das pirâmides relativas à regulação dos fundos de investimento no Brasil 309
5.3.1. Considerações sobre o exercício da competência da CVM, consensualidade e limites 309

5.3.2. Pirâmide de Estratégias Regulatórias (Pyramid of Regulatory Strategies) desenhadas para a regulação dos fundos de investimento e dinâmica 316
a) Regulação por "sanções vinculadas" 319
b) Regulação por "sanções discricionárias" 322
c) "Autorregulação forçada" 325
d) "Autorregulação voluntária" 327
5.3.3. Pirâmide de Constrangimento (Enforcement Pyramid) 332
a) Medidas de supervisão 338
b) Educação e orientação 339
c) Informação e monitoramento 344
5.3.4. Diamante Regulatório 347
5.4. Microssistema legislativo relativo à atividade sancionadora administrativa da regulação do mercado de valores mobiliários brasileiro sob a perspectiva da regulação responsiva 349
5.5. Dinâmica regulatória responsiva 351
5.6. Lei Geral das Agências Reguladoras Federais e a estrutura regulatória responsiva 363
5.6.1. Estrutura regulatória necessária à atuação responsiva 363
5.6.2. Perspectiva geral da Lei n.º 13.848 365
a) Mandato dos Diretores 368
b) Atividade sancionatória e consensualidade 372
c) Instrumentos de governança regulatória: legitimação, eficiência e accountability 373
a) Instrumentos de legitimação 375
b) Instrumentos de eficiência 376
c) Instrumentos de accountability 379
5.6.3. Atuação da CVM à luz da Lei n.º 13.848 379
a) Mandato dos Diretores 380
b) Atividade sancionadora da CVM e consensualidade 384
c) Instrumentos de legitimidade 385
d) Instrumentos de eficiência 391
e) Instrumentos de accountability 398
***5.7.*Princípios constitucionais da Administração Pública à luz da regulação responsiva** 407
5.7.1. Introdução 408
5.7.2. Princípios da isonomia e da impessoalidade 408
5.7.3. Princípio da legalidade no Direito Sancionador Regulatório 412
a) Princípio da legalidade e a atividade normativa do regulador 413
b) Controle judicial sobre a atividade normativa regulatória 423
c) Contornos da tipicidade 425
(i) Considerações sobre a "justa causa" 429
d) Princípio da legalidade e imposição da sanção: proporcionalidade e individualização 441
e) Princípio da legalidade e consensualidade 446
(i) A consensualidade no âmbito da CVM 446
(ii) A legalidade dos acordos consensuais e sua instrumentalidade sob a perspectiva responsiva 451

CONCLUSÃO 455
BIBLIOGRAFIA 474

INTRODUÇÃO

O prêmio Nobel atribuído à Jonh Hicks, em 1969, decorreu da associação do crescimento econômico com a Revolução Financeira. Jonh Hicks apresentou a ideia de que a Revolução Industrial precisou aguardar a Revolução Financeira para que esta propiciasse, via sistema financeiro, o financiamento aos projetos que demandavam capital intensivo e liquidez. A partir do estudo de Jonh Hicks, inúmeros estudos apontam no sentido de que o desenvolvimento do sistema financeiro de um país impulsiona o crescimento econômico e vice-versa. O mercado de valores mobiliários possibilita a mobilização de recursos da poupança popular em direção às unidades produtivas, mostrando-se eficiente instrumento para possibilitar o crescimento econômico sustentável do país.

No Brasil, os mais significativos movimentos de alteração do arcabouço normativo relacionados ao mercado de valores mobiliários se perceberam contextualizados em momentos de crise econômica, recessão ou ausência de crescimento do produto interno bruto brasileiro, associados à períodos de baixa oferta de capital para financiamento do setor produtivo e de inovação, servindo-se o Estado de políticas públicas regulatórias para impulsionar o crescimento do mercado de valores mobiliários, para alavancar o crescimento econômico e para fins de cumprimento da agenda social do país.

Embora a expansão do mercado de valores mobiliários fundamente-se na consecução de agenda política governamental brasileira, a atividade regulatória possui como finalidade central a proteção dos investidores, da sociedade, garantia da competitividade e estabilidade do mercado, gerando credibilidade e confiança imprescindíveis para o seu funcionamento e desenvolvimento.

Originariamente, os entes de regulação federal, à exemplo da CVM, exercem a função regulatória seguindo um viés repressivo típico do comando e controle, orientados a controlar e fiscalizar todas as condutas e aplicar sanção em todos os casos de descumprimento da norma, via processo administrativo sancionador, prevalecendo vastamente a penalidade de multa.

No entanto, estatísticas apresentadas pelo órgão de controle externo (TCU) revelaram o baixíssimo percentual de arrecadação de multas pelos entes de regulação estatal, frente a um grande volume de multas por eles aplicadas, subsidiando o aumento

das críticas voltadas às técnicas de regulação calcadas na relação controle-sanção e na racionalidade binária de punir *versus* não punir; e incentivando a busca por novas abordagens regulatórias.

Gradualmente, acompanham-se mudanças na abordagem regulatória das agências federais, à exemplo da CVM, com a adoção de uma perspectiva menos punitivista, objetivando criar mecanismos que estimulem o comportamento desejado do regulado. Adotam-se técnicas de incentivos intrínsecos e utiliza-se a sanção como instrumento de gestão administrativa, afastando-se da sua acepção de consequência inexorável ao descumprimento da norma. No plano legislativo, verifica-se a ampliação dos mecanismos de consensualidade, o aumento da discricionariedade do administrador público e a edição de legislação capaz de propiciar maior margem de regulamentação por parte do gestor público em matéria sancionadora. Algumas Agências Reguladoras federais já optaram pela adoção explícita da regulação responsiva.

Ao que parece, percebeu-se, no mundo dos fatos, que um modelo que imponha ao regulado o dever de agir sempre da mesma forma: (i) independentemente das intenções e condições individuais e específicas dos regulados, (ii) sem considerar os efeitos do ato praticado, as prioridades de fiscalização ou as estratégias regulatórias que reputa efetivas, (iii) desconsiderando efeitos dessas respostas em outros casos e (iv) insistindo na punição mesmo quando, a partir de um "juízo de prognose", restar evidente que o caminho da diligência e da sanção não levarão à concretização do interesse público; retira do regulador a sua capacidade de regular e inviabiliza, por consequência, o próprio exercício da regulação e a consecução do fim maior almejado em qualquer processo regulatório que é a proteção do bem jurídico tutelado, com a realização dos direitos fundamentais que visa resguardar.

A realidade tem se imposto à CVM e ao legislador, que responderam, no campo sancionador da regulação, mediante a edição de normativos (em especial, a Lei n.º 13.506/2017, regulamentada pela Resolução CVM n.º 45/2021) que introduziram mecanismos para: (i) conceber discricionariedade à atuação do regulador na decisão sobre a instauração do processo sancionador (como forma de suspendê-lo ou mesmo extinguí-lo antecipadamente); (ii) estender as fases do processo administrativo sancionador e aumentar as hipóteses de diálogo entre regulador e regulado, ampliando a possibilidade de busca de uma solução alternativa à sanção; (iii) impedir a instauração de processos administrativos sancionadores através da criação de "infrações de menor complexidade" e "irregularidades de conduta sem relevância" que não justificariam a persecução estatal

via processo administrativo sancionador; (iv) ampliar mecanismos de consensualidade com a finalidade de suspender ou obstar a instauração do processo administrativo sancionador, entre outras previsões.

Estamos diante de um caminho já parcialmente percorrido, inclusive por opção legislativa, que clama pela adoção de uma nova matriz lógica capaz de lhe conceder coerência, lógica e uma estrutura coesa e robusta. A transição de modelo regulatório demanda uma alteração expressa, coerente e formal de estratégia por parte da Autarquia. Exige-se, em primeiro, que a CVM defina qual modelo teórico será seguido, de maneira uniforme. Após, é necessário que seus agentes revejam sua compreensão sobre regulação, estratégias regulatórias, mentalidade regulatória, processo regulatório e estrutura regulatória.

Dado o brevíssimo panorama sobre o contexto da atividade sancionadora regulatória do mercado de valores mobiliários brasileiro, a proposta do presente estudo reside em definir os pressupostos para adoção da regulação responsiva por parte da CVM. Em primeiro, é preciso que a CVM defina de forma expressa, consciente, coerente e uniforme pela adoção da regulação responsiva como matriz regulatória. Logo, torna-se necessária a organização do arcabouço legislativo-intepretativo capaz de compatibilizar a atuação do regulador sob nova matriz lógica com a legislação vigente e com a Constituição Federal, a fim de conferir congruência ao ordenamento jurídico e garantir a segurança jurídica. Essa é a análise realizada no presente trabalho. Parte-se da construção das pirâmides regulatórias incidentes sobre a regulação da atividade de fundos de investimento, segue-se para a análise da respectiva dinâmica regulatória responsiva e análise da estrutura regulatória necessária sob a ótica da legislação nacional incidente sobre a atividade regulatória CVM.

Após esta breve Introdução, apresenta-se no Capítulo 1, o conceito de regulação e sua natureza jurídica, bem assim as peculiaridades relacionadas à regulação da atividade econômica, analisando-se as principais falhas de mercado. Logo, discorre-se sobre a importância do mercado de valores mobiliários e sobre as características próprias da regulação do setor, encerrando-se com uma abordagem conceitual sobre as diferenças entre regulação e autorregulação.

O Capítulo 2 inicia com a apresentação da Comissão de Valores Mobiliários, indicando o contexto histórico de sua criação e evolução ao longo do tempo, sua classificação dentro do Sistema Financeiro Nacional, natureza jurídica, atribuições,

competência e princípios, apresentando sua estrutura regulatória, seu regimento interno, sua política de governança e gestão, seu sistema de gerenciamento de riscos, analisando a influência internacional a qual está sujeita, a perspectiva do órgão de controle externo (TCU), o objeto da regulação CVM, bem assim a estrutura legislativa e normativa atual da atividade administrativa sancionadora CVM.

No Capítulo 3 apresenta-se o Direito Administrativo Sancionador Regulatório como uma categoria autônoma do Direito que demanda construção doutrinária própria, apresentando-se suas peculiaridades face ao Direito Administrativo Sancionador (DAS). Segue-se com uma análise sobre os limites do relacionamento entre DAS e Direito Penal, abordando-se a mutação dos elementos estruturais do DAS e analisando-se os contornos dos seus princípios, em especial, do princípio da legalidade. Encerra-se o Capítulo 3 com uma análise sobre a crise da cultura repressiva e seu impacto sobre o Direito Administrativo Sancionador.

Em sequência, o Capítulo 4 apresenta a Teoria da Regulação Responsiva, desde a descrição de seu contexto, percorrendo seus pressupostos, princípios, características de atuação do regulador responsivo, apresentação das pirâmides regulatórias, encerrando com considerações sobre conceitos essenciais de "autorregulação forçada" e "autorregulação voluntária".

No Capítulo 5 explora-se o objetivo central deste trabalho, o de avaliar a atual legislação brasileira vigente e incidente sobre a atividade regulatória sancionadora no mercado de valores mobiliários brasileiro sob a perspectiva da teoria da regulação responsiva.

Para tanto, parte-se da construção e apresentação das pirâmides regulatórias, simuladas no âmbito da regulação da atividade de fundos de investimento, visando ilustrar como seria, na prática, a interpretação do arcabouço legislativo brasileiro relativo à atividade sancionadora regulatória à luz da dinâmica regulatória responsiva.

Apresentadas as pirâmides, segue-se com a apresentação e análise de um microssistema regulatório sancionador brasileiro formado por leis que representam especial relevância para compreensão e interpretação da teoria da regulação responsiva no ordenamento jurídico brasileiro.

Dedica-se especial atenção à necessária infraestrutura regulatória subjacente à regulação responsiva, amparada pela Lei n.º 13.848/19, envolvendo instrumentos de legitimidade, eficiência e *accontability* do ente regulador. Analisa-se, a seguir, se a CVM é cumpridora destas normas.

Finalmente, analisam-se os contornos do princípio da legalidade incidente sobre a atividade sancionadora regulatória e sua compatibilidade com a regulação responsiva.

Entende-se que o atual arcabouço legislativo brasileiro vigente e incidente no âmbito da atividade sancionadora regulatória CVM é compatível com uma abordagem regulatória responsiva, desde que haja uma adoção explícita da Autarquia, uma atuação coerente com a respectiva decisão, e desde que a CVM apresente estrutura regulatória mínima e imprescindível para propiciar uma abordagem regulatória responsiva.

1. REGULAÇÃO ESTATAL

1.1. Conceito.

A expressão "regulação" foi adotada pelos estudos econômicos norte americanos com finalidade de distinguir a regulação de direitos clássica da intervenção regulatória do Estado na atividade econômica. [1]

Ricardo Marcondes Martins explica que o sentido técnico da expressão "regulação" relacionado à intervenção regulatória do Estado na atividade econômica foi desenvolvido na cibernética e, posteriormente, foi adotado pelas ciências econômicas:

> (...) a partir de um sistema constituído de três partes em comunicação: D -> F -> E. Para que um sistema sobreviva, algumas variáveis essenciais ("E") devem ser conservadas dentro de certos limites. Esse sistema sofre constante influência de uma fonte de perturbações ou perigo ("D"). faz-se necessário um fator de interpolação ("F") que atue entre as perturbações e as variáveis essenciais, de modo que, por força desse fator, apesar das perturbações, as variáveis essenciais mantenham-se no limite preestabelecido. Essa atuação de "F" é justamente a regulação.[2]

Segundo o autor a função de regulação no campo da cibernética é a de bloquear o fluxo de variedade e manter o sistema equilibrado. Esta compreensão de "regulação" se revela nas ciências econômicas na famosa metáfora de Adam Smith relativa à "mão invisível" do mercado, que sugere a intervenção exercida sobre a exploração da atividade econômica para manutenção do equilíbrio do mercado.

Nos Estados Unidos, o termo "*regulation*" ("regulação") é relacionado à própria gênese do Estado, aos poderes jurídicos que o Estado possui em relação aos indivíduos.[3] A teoria estadounidense da regulação se contextualiza na evolução das bases

---

[1] BUSTAMANTE, Jorge Eduardo. ***Desregulación entre el derecho y la economia***. Buenos Aires: Abeledo Perrot, 1993, p. 60.

[2] MARTINS, Ricardo M. **Regulação administrativa à luz da Constituição Federal**. 1 ed. São Paulo: Malheiros. 2011, p. 84-85.

[3] "*As nations developed at different times in world history, governmental regulation expanded to order the increasing complexities in society. Thus, although the colonists came to America largely to escape the various regulatory controls imposed on them in their native countries, as America matured, this nation also was destined to follow the same historical course. Societal complexity simply requires relatively comprehensive governmental regulation. Like or not, modern life demands some national, centralized control and organization: this translates into governamental regulations*." ("À medida que as nações se desenvolveram em diferentes momentos da história mundial, a regulamentação governamental expandiu-se para ordenar as crescentes complexidades da sociedade. Assim, embora os colonos tenham vindo para a América em grande parte para escapar aos vários controles regulamentares que lhes foram impostos nos seus países de origem, à medida que a América amadurecia, esta nação também estava destinada a seguir o mesmo curso histórico. A complexidade social requer simplesmente uma regulamentação governamental relativamente abrangente. Goste ou não, a vida moderna exige algum controle e organização nacional e centralizada: isso se traduz em regulamentações governamentais.") WARREN, Kenneth F. ***Administrative***

políticas e ideológicas da organização do Estado e se relaciona com um processo de pleito de maior intervenção estatal na economia americana. Desenvolveu-se na cibernética e, posteriormente, nas ciências econômicas com a finalidade de distinguir a clássica regulação de direitos da intervenção regulatória do Estado na atividade econômica.[4] A partir daí, a expressão se espraiou para diversas ordens jurídicas.

No cenário brasileiro, o conceito de regulação, como intervenção na atividade econômica, se desenvolveu contextualizado no processo de desestatização da economia na década de 1990[5], em situação de recuo do Estado da condição de protagonista na exploração da atividade econômica, movimento quase oposto ao norteamericano (em que se reivindicava maior atuação do Estado na exploração da atividade econômica), fato que reforça a necessidade de adaptação do termo "regulação" ao contexto jurídico, político, social e econômico do Brasil.

1.1.1. Perspectiva à luz do Direito Econômico, do Direito Administrativo e do Direito Constitucional.

O tema sobre a regulação estatal da atividade econômica é abordado nas ciências econômicas e nas ciências jurídicas, nesta, sob a perspectiva do Direito Constitucional, do Direito Administrativo e do Direito Econômico.

Há dissenso, na doutrina, sobre a autonomia do Direito Econômico, por ser considerado, por alguns, como parte do Direito Constitucional ou do Direito Administrativo, sob justificativa de que as bases do Direito Econômico se relacionariam diretamente com o Direito Constitucional (como ordem econômica), debate que se acentua com a disseminação da expressão "Constituição Econômica".

Law in the Political System. Westview Press: 1943, p. 125. Disponível em: https://handoutset.com/wp-content/uploads/2022/06/Administrative-Law-in-the-Political-System-Warren-Kenneth-F.pdf. Acesso em: 11 de setembro de 2023.

[4] Segundo a "*Enciclopedia of Law and Economics"* ("Enciclopédia de Direito e Economia"), regulação constitui o emprego de instrumentos legais necessários à implementação de objetivos de política econômica e social. JOHAN DEN HERTOG. *General Theories of Regulation.In*: BOUDEWIJN BOUCKAERT, GERRIT de GEEST (eds.). *Enciclopedia of Law and Economics*, v.3. Chelteham: Edward Elgar Publishing Limited, 2001, p. 223.

[5] Jachinto Arruda Câmara e Filipe Natal De Gaspari apresentam e analisam o discurso sobre regulação e Estado Regulador no Brasil, sobretudo, a partir das décadas de 1930 e 1940, dispondo, como fundo, os cenários constitucionais de 1934, 1937 e 1946. CÂMARA, Jhacinto A.; GASPARI, Filipe N. Raízes da Regulação no Brasil. Revista de Direito da Administração Pública. Ano n.º 4, Volume 1, Edição n.º 1, jan/jun 2019. Rio de Janeiro: 2019, p. 87-112.

Vital Moreira sustenta que o Direito Econômico resulta em um Direito Administrativo da Economia compreendido pelo termo "Constituição Econômica".[6] Quando o Direito Público passa a regular a interação entre o Político e o Econômico nasce a ordem jurídica da economia, que se materializa nos textos constitucionais com dispositivos expressos acerca da Ordem Econômica.[7]

> A partir dessa positivação da Ordem Jurídica da Economia no nível Constitucional, o sistema econômico e o funcionamento de seu mercado respectivo não mais se definem livremente, mas é o Direito que passa a estabelecer a estrutura e funcionamento dos bens, do poder e das relações econômicas.[8]

A expressão "Constituição Econômica" surgiu na Alemanha pós Primeira Guerra Mundial, em período de grande turbulência política, social e econômica, contexto em que a Constituição passa a contemplar uma interação mais ativa com o Estado. Segundo Egon Bockmann Moreira: "*as normas se despiram de seus atributos passivos (típico do Liberal Estado de Polícia) e passaram a contemplar a interação ativa do Estado no cenário econômico*"[9].

A partir do final do século XIX intensificou-se o vínculo do Estado com a economia, em cenário ideológico liberal, no qual o domínio econômico era tido como próprio ao setor privado. Neste contexto, se sobressaíram os abusos por parte do setor privado com relação aos direitos sociais, aos direitos dos trabalhadores, à exploração econômica, justificando a intervenção do Estado nas relações econômicas.

> As diretrizes políticas tornaram-se carregadas de deveres econômicos, num grau ascendente: já não mais bastavam as previsões normativas liberais de um Direito Civil ou um Direito Comercial. As relações que se punham exigiam uma normatividade de hierarquia superior e os textos constitucionais passaram a prever um feixe normativo específico, que a doutrina convencionou de denominar de "Constituição Econômica"[10].

Para Egon Bockmann Moreira, as leis liberais, a "mão invisível" ou a lógica de intervenção mínima do Estado, não se mostraram eficazes para regular a postura

---

[6] MOREIRA, Egon Bockmann. O Direito Administrativo da Economia e a Atividade Interventiva do Estado Brasileiro. *In*: CUELLAR, Leila; MOREIRA, Egon Bockmann. **Estudos de Direito Econômico**. 2 v. Belo Horizonte: Editora Forum. 2010, p. 153-180, p. 156

[7] MOREIRA, Vital. **A ordem jurídica do capitalismo**, 4 ed. Lisboa: Caminho. 1987, p. 65.

[8] MOREIRA, Egon Bockmann. O Direito Administrativo da Economia e a Atividade Interventiva do Estado Brasileiro. *In*: CUELLAR, Leila; MOREIRA, Egon Bockmann. **Estudos de Direito Econômico**. 2 v. Belo Horizonte: Editora Forum. 2010, p. 153-180.

[9] *Ibid.*

[10] *Ibid.*

econômica do Estado proativa e interventiva: "*O Direito Público passou a regular essa interação entre o político e o econômico".*[11]

Surgiam textos constitucionais carregados de dispositivos expressos relacionados à Ordem Econômica. Para o autor, "*A natureza da relação Estado-economia é alçada à institucionalização hierárquica superior nos respetivos textos constitucionais, fazendo parte essencial da ideia que se tem de próprio Estado*"[12].

Muitos conceitos foram trabalhados para a expressão "Constituição Econômica"[13], entre os quais destaca-se a definição de Gomes Canotilho[14], como: "*o conjunto de disposições constitucionais, regras e princípios, que dizem respeito à conformação da ordem fundamental da economia*"; bem assim o conceito de Vital Moreira:

> Conjunto de preceitos e instituições jurídicas que, garantido os elementos definidores de um determinado sistema econômico, institui uma determinada forma de organização e funcionamento e constitui, por isso mesmo, uma determinada ordem econômica.[15]

A teoria da "Constituição Econômica" está ligada à reflexão sobre a adoção ou não de um modelo econômico constitucional por determinado Estado[16], ou seja: ligada à análise sobre a existência de determinadas regras constitucionais

---

[11] *Ibid.*

[12] MOREIRA, Egon Bockmann. O Direito Administrativo da Economia e a Atividade Interventiva do Estado Brasileiro. *In*: CUELLAR, Leila; MOREIRA, Egon Bockmann. **Estudos de Direito Econômico**. 2 v. Belo Horizonte: Editora Forum. 2010, p. 153-180, p. 158.

[13] Para Sabino Cassese, a expressão "Constituição Econômica" abrange três significados. O primeiro sentido remete aos dispositivos formais da Constituição que se relacionam com a economia, bem assim outras normas que, embora veiculadas por meio de lei ordinária, apresentam relevância constitucional, como, por exemplo: a lei antitruste e a lei de privatização de empresas públicas. O segundo significado é a acepção do termo "constituição econômica" como o conjunto de institutos que, mesmo fazendo parte do direito, não pertencem necessariamente à constituição escrita. Por fim, a terceira acepção remete ao direito vivo que relaciona direito e economia. CASSESE, Sabino. **La nuova constutituzione econômica**. Bari: Editora Laterza. 2017, pp. 3-5.

[14] CANOTILHO, Gomes. **Direito Constitucional e Teoria da Constituição**. 5.ª Ed. Coimbra: Almedina, 2002, p.343.

[15] MOREIRA, Vital. **Economia e Constituição**. Coimbra: FDUC, 1970, p. 152.

[16]No seu nascedouro, a teoria da Constituição econômica representava um verdadeiro esforço da Economia Política em compreender a unidade dos elementos econômicos criados pelo capitalismo, e configurar esse modelo econômico como "correto". CYRINO, André. A Constituição Econômica e a Lei n.º 13.874/2019". *In:* SALOMÃO, Luis Felipe, CUEVA, Ricardo Villas Bôas, FRAZÃO, Ana**. Lei de Liberdade Econômica e seus impactos sobre o direito brasileiro**. 1.ª ed. coord.. São Paulo: Thomson Reuters Brasil. 2020, p. 199.

econômicas que estabelecem uma realidade econômica para aquele determinado Estado, designando a formatação dos modos de atuação deste Estado.[17]

O termo "Constituição Econômica" de um Estado determinaria a decisão política tomada pelo Poder Constituinte sobre o modelo econômico daquela sociedade que pode representar o reconhecimento de uma determinada ordem já existente (mundo do ser) ou que pretende transformar a realidade existente (mundo do dever ser).[18]

A partir da positivação da Ordem Jurídica Econômica no texto constitucional, o sistema econômico e o funcionamento do mercado respectivo não se definem livremente, o Direito passa a estabelecer a estrutura e o funcionamento dos bens, do poder e das relações econômicas.[19] Certo é que os processos regulatórios não são iguais nos países, nem tampouco as formulações jurídicas são aplicadas da mesma maneira, muito embora se reconheçam similaridades consoantes ao contexto em que o instituto foi adotado mundo afora.

No Brasil, a origem do desenvolvimento do conteúdo contido no termo "Constituição Econômica" é relacionada à uma concepção social de Estado, revelando uma decisão sobre o modelo econômico de vertente social, em uma Constituição de caráter dirigente das ações estatais legislativas, executivas e judiciais (contrapondo-se à vertente liberal). Há quem sustente que a Constituição Federal Brasileira não adotou decisão sobre o modelo econômico estatal, apenas estabeleceu diretrizes amplas a respeito, cujo conteúdo será definido pelo legislador e pelos Administradores Públicos, que deverão apenas seguir as largas balizas fixadas pela Constituição.[20]

Em que pese a divergência doutrinária, nos alinhamos à parte significativa da doutrina que reconhece o Direito Econômico como categoria autônoma do Direito com

---

[17] CYRINO, André. A Constituição Econômica e a Lei n.º 13.874/2019". *In:* SALOMÃO, Luis Felipe, CUEVA, Ricardo Villas Bôas, FRAZÃO, Ana**. Lei de Liberdade Econômica e seus impactos sobre o direito brasileiro**. 1.ª ed. coord.. São Paulo: Thomson Reuters Brasil. 2020, p. 198.

[18] CYRINO, André. A Constituição Econômica e a Lei n.º 13.874/2019". *In:* SALOMÃO, Luis Felipe, CUEVA, Ricardo Villas Bôas, FRAZÃO, Ana**. Lei de Liberdade Econômica e seus impactos sobre o direito brasileiro**. 1.ª ed. coord.. São Paulo: Thomson Reuters Brasil. 2020, p. 200.

[19] MOREIRA, Egon Bockmann. O Direito Administrativo da Economia e a Atividade Interventiva do Estado Brasileiro. *In*: CUELLAR, Leila; MOREIRA, Egon Bockmann. **Estudos de Direito Econômico**. 2 v. Belo Horizonte: Editora Forum. 2010, p. 153-180, p. 159.

[20] Enquanto a Constituição dirigente pode ser acusada de anti-democratica na medida em que esvazia o espaço de escolha das maiorias, impedindo que as diretrizes econômicas se adaptem às novas conjunturas, vinculando gerações futuras a projetos econômicos e sociais passados, a Constituição democrática pode ser acusada de negligenciar a ideia de uma norma jurídica suprema, contentando-se, tão somente, em estabelecer regras para permitir a interação democrática das instituições.

seus próprios princípios, regras e doutrina.[21] A própria Constituição Federal brasileira alça o Direito Econômico como disciplina autônoma, dedicando-lhe capítulos específicos. O Título VII "Da Ordem Econômica e Financeira", Capítulo I "Dos Princípios Gerais da Atividade Econômica" trata da ordem econômica, estabelecendo princípios e diretrizes fundamentais para a economia do país, destacando-se o Art. 170 da Constituição Federal que define os princípios gerais da atividade econômica como a defesa da livre concorrência, a valorização do trabalho humano, a busca pelo pleno emprego e a defesa do consumidor; cujos incisos listam, como princípios da Ordem Econômica, os seguintes: I – soberania nacional; II – propriedade privada; III – função social da propriedade; IV – livre concorrência; V – defesa do consumidor; VI – defesa do meio ambiente; VII – redução das desigualdades regionais e sociais; VIII – busca do pleno emprego e; IX – tratamento favorecido para as empresas de pequeno porte constituídas sob as leis brasileiras e que tenham sua sede e administração no país. Ainda, o parágrafo único assegura a todos o livre exercício de qualquer atividade econômica independentemente de autorização de órgãos públicos, salvo nos casos previstos em lei. Já o Art. 174 estabelece a possibilidade de atuação do Estado no setor econômico, quando necessário, dispositivo que ampara a função de regulação estatal.[22]

Em linhas gerais, os principais institutos de Direito Econômico constituem: a) a Ordem Econômica Constitucional; b) a intervenção do Estado no domínio econômico; c) o controle sobre o abuso do poder econômico; d) o Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE); e e) os entes de regulação.[23]

---

[21] Neste sentido: "Pode-se conceituar o Direito Econômico como sendo o ramo autônomo do Direito que se destina a normatizar as medidas adotadas pela Política Econômica através de uma ordenação jurídica, é dizer, a normatizar as regras econômicas, bem como a intervenção do Estado na economia." BASTOS, Celso Ribeiro. Curso de direito econômico. São Paulo: Celso Bastos Editor, 2003, p. 51. "O Direito Econômico dirige-se ao estudo dos problemas colocados pela intervenção do Estado na Economia, analisando os temas decorrentes deste tema principal". NAZAR, Nelson. **Direito econômico.** Bauru: Edipro, 2004, p. 26. "Direito Econômico é o ramo do Direito que tem por objeto a judicialização, ou seja, o tratamento jurídico da política econômica e, por sujeito, o agente que dela participe. Como tal, é o conjunto de normas de conteúdo econômico que assegura a defesa e harmonia dos interesses individuais e coletivos, de acordo com a ideologia adotada na ordem jurídica." SOUZA, Washington Peluso Albino de. **Primeiras linhas de direito econômico**. 5. ed. São Paulo: LT, 2003, p. 23.

[23] Segundo Nelson Nazar, a intervenção do Estado no domínio econômico, ocorre de maneiras diversas, de forma direta, via exploração do setor por empresa pública ou sociedade de economia mista, de forma indireta, via fomento da atividade econômica explorada pelos particulares. NAZAR, Nelson. **Direito econômico**. Bauru: Edipro, 2004, p. 53. Classificação semelhante é utilizada por Vicente Bagnoli para ilustrar o Estado como agente econômico, atuando como poder controlador e fiscalizatório sobre a exploração das atividades por entes particulares, ou atuando em parceria com a iniciativa privada, respectivamente. BAGNOLI, Vicente. **Direito econômico.** 2. ed. São Paulo: Atlas, 2006, p. 76.

Em Direito Econômico, a regulação estatal está relacionada ao conjunto de mecanismos e políticas estatais orientadas para controlar a atividade econômica em determinada economia de mercado[24] e com as finalidades voltadas: ao equilíbrio dos interesses públicos e privados, a promoção de eficiência econômica, a assegurar um ecossistema de livre e justa concorrência, proteger o consumidor ou usuários e a garantia de uma estabilidade de mercado.

A regulação é objeto do Direito Econômico, mas também do Direito Administrativo. O estudo sobre o processo de regulação, que inclui as medidas, procedimentos, normas e regulamentos, impostos pela Administração Pública, a incidir sobre as relações privadas, compõe o objeto de estudo do Direito Administrativo. Sobre o conceito de regulação, segue a análise de Vital Moreira afirma:

> O conceito de regulação deve abranger todas as medidas de condicionamento da atividade econômica, revistam ou não de forma normativa. Na regulação haverá sim que distinguir os instrumentos de regulamentação normativa (lei ou outros instrumentos) e as medidas administrativas ou outras de intervenção (concertação convencional, polícia administrativa, subsídios e outros incentivos, medida de política financeira e monetária, etc). O essencial do conceito de regulação é o de alterar o comportamento dos agentes econômicos (produtores, distribuidores, consumidores), em relação ao que eles teriam se não houvesse regulação, isto é, se houvesse apenas as normas de mercado.[25]

Na seara do Direito Administrativo, o termo "regulação" refere-se ao conjunto de normas, processos e mecanismos pelos quais o Estado exercerá a supervisão, controle e o exercício do poder de sanção sobre a exploração da atividade econômica pelo setor privado. Assim, a regulação estatal, sob a ótica do Direito Administrativo, relaciona-se mais ao processo de regulação coordenado pela Administração Pública sobre diversos setores da economia, incluindo: controle de preços, de monopólios, defesa da

---

[24] O conceito de mercado, no âmbito da Ciência Econômica, relaciona-se ao ambiente segundo o qual ocorrem as interações entre compradores e vendedores de bens e serviços, norteado por leis próprias e típicas de economia para estimativa de preços, organização de volume de produção e alocação de recursos, como o princípio da oferta e demanda. O Direito Econômico atua sobre o mercado, lida com questões regulatórias, promoção da justa concorrência, garantia de estabilidade e eficiência do mercado e protegendo interesse dos consumidores. Rubens Nunes define: "Definimos mercado como uma estrutura de governança em que: (i) as transações assumem a forma de trocas; (ii) os agentes são autônomos; (iii) não se impõem fins coletivos e cada indivíduo pode escolher seus próprios fins, bem como os meios para alcançá-los; (iv) uma eventual piora no nível do bem-estar do agente em conseqüência da não realização da transação decorre de fenômenos naturais involuntários, nunca da vontade ou de atos de qualquer uma das partes envolvidas; (v) as relações de mercado são impessoais, no sentido de que, pago o preço, a transação se efetiva, sendo irrelevantes as características individuais do agente." NUNES, Rubens. **Os Limites da Política de Defesa da Concorrência: sobre o conceito de mercado**. Revista de Direito da Concorrência. v. 5 n. 1 (2005). Publicado: 2021-05-19. Disponível em: https://revista.cade.gov.br/index.php/revistadedireitodaconcorrencia/issue/view/27. Acesso em: 11/09/2023.

[25] MOREIRA, Vital. **Auto-regulação profissional e administração pública**. Coimbra: Almedina. 1997, p. 36.

concorrência, estabilidade de mercado, proteção do consumidor. O objetivo da regulação sob a ótica do Direito Administrativo relaciona-se com a promoção do interesse público, a proteção dos direitos dos cidadãos e a manutenção da ordem pública.

A regulação estatal incide sobre atividades externas, sobre atividades prestadas por particulares enquanto agentes econômicos.[26] Pode incidir sobre todas as atividades econômicas indistintamente, caracterizando a relação geral de sujeição dos agentes econômicos ao poder estatal (campo da regulação normal), ou pode incidir sobre determinadas atividades econômicas privadas, caracterizando uma relação de sujeição especial de determinados agentes econômicos à ingerência estatal (campo da regulação excepcional). As atividades especiais que ensejam a regulação excepcional caracterizam atividades de relevância para o Estado, destacadas de forma expressa ou implícita na Constituição Federal, como é o caso da educação (Art. 209, CF), saúde (Art. 197, CF) e atividade financeira (Art. 192, CF). Haverá relação de sujeição especial capaz de atrair a regulação excepcional quando a atividade econômica explorada pelo particular estiver relacionada a um valor de relevância constitucional.[27]

1.1.2. Regulação e regulamentação

Faz-se necessário destacar a diferença entre regulação e regulamentação. O termo "regulação" não se confunde com a expressão "regulamentação". Nos anos 90, pós criação das agências reguladoras no Brasil, teorias situavam o poder normativo da agência reguladora como espécie de regulamento executivo e autônomo ou forma de delegação legislativa. Todavia, não demorou para que esta solução fosse considerada inadequada.

O *caput* do Art. 174 da Constituição Federal dispõe que o Estado é agente "normativo" e "regulador" da atividade econômica, apontando duas atividades separadas. Nos questionamos a partir dessa dicotomia se a atividade de regulação estatal compreende a atividade normativa da Administração Pública e em qual medida?

---

[26] Ricardo Marcondes Martins afirma que serviços públicos e monopólios estatais são atividades prestadas pelo Estado não passiveis de regulação. A intervenção do Estado sobre essas atividades não é na forma de regulação. Para o autor: "*Se prestadas direta ou indiretamente pelo Estado, pouco importa: são atividades estatais – e, pois, incompatíveis com a função reguladora*." MARTINS, Ricardo M. **Regulação Administrativa à luz da Constituição Federal**. São Paulo: Malheiros. 2011, p. 116.

[27] *Ibid*, p. 118.

Ricardo Marcondes Machado afirma que tecnicamente toda a atividade estatal é normativa, seja na função de julgar (edição de normas concretas), de administrar (edição de normas concretas), ou de legislar (edição de normas abstratas). Ressalta o autor, contudo, que se costuma utilizar o signo "normativo" exclusivamente para a função de edição de normas abstratas. Quando os Arts. 49 e 169, §4º da Constituição Federal indicam a competência normativa da Administração Pública, indicam uma competência da Administração de editar normas abstratas instrumentais das ponderações legislativas e constitucionais.

Dito isso, o autor citado atribui dois sentidos ao termo "regulação". O termo adotado pelo *caput* do Art. 174 da Constituição Federal que se refere à função de edição de normas concretas nas funções de administração e de julgamento, atividades que compõem a "regulação em sentido estrito"; e a "regulação em sentido amplo" que abrange a atividade normativa abstrata da Administração, instrumental das ponderações legislativas ou constitucionais.[28]

Não se deve confundir normas editadas pelos reguladores com a própria função de regulação ou com a função de regulamentar a lei, esta de competência exclusiva do Chefe do Poder Executivo (Art. 84, CF).

> (...) em termos de regulação de atividades econômicas, a lei não consegue a tudo prever havendo um espaço normativo de "reserva do regulador". Assim, a polêmica acerca de função normativa das entidades reguladoras se insere em uma discussão mais profunda, que envolve a sua adaptação ao sistema tripartite oitocentista, subsumido no princípio da separação e do equilíbrio entre os poderes estatais, que impõe também uma revisão da hierarquia normativa. Nessa ordem de convicções, é jurídico sustentar a constitucionalidade do exercício da função normativa secundária pelas entidades reguladoras por não se detectarem qualquer usurpação da função legiferante, de competência do Poder Legislativo, nem, tampouco, do poder regulamentar de atribuição precípua do Chefe do Poder Executivo.[29]

A atividade normativa abstrata instrumental, que compõe o espectro de atuações do ente de regulação estatal, pressupõe a existência de uma estrutura normativa, no ordenamento jurídico brasileiro, na qual a Constituição Federal apresenta-se no mais elevado grau de hierarquia, à qual todas as leis infraconstitucionais devem se adequar. Em ordem decrescente, contamos com a lei complementar, lei ordinária, decretos e demais regulamentos e os atos normativos inferiores, nos quais se incluem: portarias,

---

[28] MARTINS, Ricardo M. **Regulação Administrativa à Luz da Constituição Federal**. 1. Ed. São Paulo: Malheiros. 2011, p. 106.

[29] GUERRA, Sérgio. **Discricionaridade, regulação e reflexibilidade: uma nova teoria sobre as escolhas administrativas**. 5ª ed. Belo Horizonte: Editora Fórum. 2018, p. 226.

resoluções e instruções, que, em razão do princípio da legalidade, possuem caráter dependente da lei.[30]

Embora inegável o espaço normativo abstrato atribuído à Administração Pública indireta, em especial, aos agentes reguladores da atividade econômica, para responder de modo rápido, flexível e dinâmico às demandas sociais e preencher as determinações legais, a atividade de regulação não se confunde com a atividade de regulamentação autônoma de leis, por ser aquela atividade muito mais ampla e complexa.

1.1.3. Natureza jurídica

Quanto à natureza jurídica, ao nosso ver, a regulação se distingue dos modelos clássicos de intervenção do Estado na economia, pois a função permanente de supervisionar o jogo econômico, estabelecendo certas regras e intervindo com comandos alternados de incentivo e dissuasão para amortecer tensões, compor conflitos e assegurar a manutenção de um equilíbrio do conjunto, é função que não se confunde com a fiscalização típica do poder de polícia. Via regulação da atividade econômica, o Estado não se coloca como ator, mas como árbitro do processo econômico, limitando a enquadrar a atuação dos operadores e em um esforço para harmonizar suas condutas. Neste sentido, segue a doutrina de Ricardo Marcondes Martins:

> (...) o poder de polícia é incompatível com a regulação administrativa. Em relação à imposição de condicionamentos, de duas, uma: ou a regulação consiste em uma ordenação administrativa, numa mera efetivação do já fixado no plano abstrato do legislador, ou consiste nume imposição de proibições (obrigações de não fazer) não previstas em lei, mas nesse caso a imposição se restringe ao âmbito das relações especiais de sujeição relativas às atividades privadas sob regime especial.[31]

A expressão "poder de polícia" é equívoca porque engloba institutos distintos e submetidos a regimes inconciliáveis, quais sejam as leis e os atos administrativos: aquelas, de caráter superior; estas, de caráter subalterno.[32]

---

[30] *Ibid, p.* 225.

[31] MARTINS, Ricardo M. **Regulação administrativa à luz da Constituição Federal**. São Paulo: Malheiros. 2011, p. 127-128.

[32] Celso Antônio Bandeira de Mello afirma sobre a extensão de conteúdo do poder de polícia: "*a expressão, tomada neste sentido amplo, abrange tanto atos do Legislativo quanto do Executivo."* E continua: "*A expressão 'poder de polícia' pode ser tomada em sentido mais restrito, relacionando-se unicamente com as intervenções, quer gerais e abstratas, como os regulamentos, quer concretas e específicas […], do Poder Executivo destinadas a alcançar o mesmo fim de prevenir e obstar o desenvolvimento de atividades particulares contrastantes com os interesses sociais*." MELLO, Celso Antônio Bandeira de. **Curso de direito administrativo.** 20ª ed. SP. Malheiros, 2006, p. 772**.** De fato, o poder de polícia exercido pelo Estado pode incidir em duas áreas de atuação, administrativa e judicial. Maria Sylvia Zanella Di Pietro aduz que: "*a principal diferença que se costuma apontar entre as duas está no caráter preventivo da polícia*

Na maior parte dos casos, o poder de polícia constitui um poder essencialmente negativo, restringe o exercício de direitos e liberdades individuais.[33] Em razão de objetivar a vedação de comportamentos nocivos ao interesse da coletividade, afirma-se que ele tem posição antinômica em relação a outras atribuições administrativas, como: serviço público e fomento.

O poder de polícia tem por finalidade condicionar o exercício dos direitos individuais ao bem-estar coletivo e apresenta, como princípio basilar clássico, a predominância do interesse público sobre o particular. Busca proteger o bem ou interesse de todos ante o interesse individual ou de grupos individuais, quando aquele for ameaçado.[34] Quanto ao exercício do poder de polícia, embora não constitua um poder essencialmente discricionário, ora expressado através de atos no exercício de competência discricionária, enfatiza-se uma discricionariedade na livre escolha da Administração, via juízo de oportunidade e conveniência, para seu exercício.[35] Quanto à atuação, o poder de polícia administrativa pode ser exercido de duas maneiras: pela edição de atos normativos[36] ou via o que se denomina de "*police power*": atos concretos que,

---

administrativa e no repressivo da polícia judiciária". Deste modo: "*primeira terá por objetivo impedir as ações antissociais, e a segunda, punir os infratores da lei penal*". DI PIETRO, Maria Sylvia Zanella. **Direito administrativo**. 22. ed. São Paulo: Atlas, 2009, p. 118.

[33] BRASIL. Lei N.º 5.172 de 25 de outubro de 1966. Dispõe sobre o Sistema Tributário Nacional e institui normas gerais de direito tributário aplicáveis à Uniao, Estados e Municípios. O Art. 78 do Código Tributário Nacional define o poder de polícia como atividade destinada à limitação de direitos. Todavia, o poder de polícia se presta precisamente a limitar o exercício de direitos. Ele não restringe direitos ou liberdades individuais, tarefa reservada à Lei; a restrição é unicamente relativa ao exercício desses direitos ou liberdades.

[34] A polícia judiciária é privativa de corporações especializadas (polícia civil e militar), ao passo que a polícia administrativa se reparte entre os diversos órgãos da Administração Pública, incluindo, além da própria polícia militar, *"(...) os vários órgãos de fiscalização aos quais a lei atribua esse mister, como os que atuam nas áreas de saúde, educação, trabalho, previdência e assistência social)."* DI PIETRO, Maria Sylvia Zanella. **Direito administrativo**. 22. ed. São Paulo: Atlas, 2009, p. 118.

[35]Hely Lopes Meirelles: "*(...) o ato de polícia é, em princípio, discricionário, mas passará a ser vinculado se a norma legal que o rege estabelecer o modo e a forma de sua realização. Neste caso, a autoridade só poderá praticá-lo validamente atendendo a todas as exigências da lei ou regulamento pertinente*." MEIRELLES, Hely Lopes. **Direito administrativo brasileiro**. 32ª ed. SP: Malheiros, 2006, p. 136. Afirmar que o poder de polícia é poder discricionário justifica-se pelo fato de que a norma legal não descreve de forma detalhada sobre o modo e as condições de sua prática, aspectos confiados a critério da autoridade no caso em concreto. Os limites da atuação da administração, no exercício do Poder de polícia administrativa, residem no interesse púbico da medida tomada, exigindo-se uma relação necessária entre a limitação ao exercício direito individual e o prejuízo a ser evitado. Além disso, a medida adotada deve corresponder aos princípios da razoabilidade e proporcionalidade. Os meios coercitivos só devem ser utilizados em última hipótese, quando não haja outro meio eficaz para se alcançar o mesmo objetivo, sob pena de ilegalidade do ato, porque abusivo.

[36] Para José dos Santos Carvalho Filho, a edição de ato normativo "*têm como característica o seu conteúdo genérico, abstrato e impessoal, qualificando-se, por conseguinte, como atos dotados de amplo círculo de abrangência"*. Nesse caso, *"as restrições são perpetradas por meio de decretos, regulamentos, portarias, resoluções, instruções e outros de idêntico conteúdo"* CARVALHO FILHO, José dos Santos. **Manual de direito administrativo**. 23. ed., rev., ampl. e atual. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2010, p. 91.

segundo José dos Santos Carvalho Filho, são "*preordenados a determinados indivíduos plenamente identificados, como são, por exemplo, os veiculados por atos discricionários, como a multa, e por atos de consentimento, como as licenças e autorizações*".[37]

Alexandre Santos de Aragão destaca que o poder de polícia é um dos temas que mais merece atualização, pois "*remonta ele a épocas em que a Administração Pública possuía uma competência 'natural' e genérica para conformar os direitos individuais a um metafísico "interesse público*"".[38]

Questiona-se, então, sobre a natureza da regulação estatal, se caracterizaria poder de polícia ou transcenderia esse conceito. É que face às novas perspectivas do Estado Democrático de Direito, somados à multiplicidade de funções assumidas pelo modelo político de perfil regulador da economia, a atividade de regulação estatal se traduz em uma variada gama de técnicas restritivas e moduladoras da liberdade de indústria e comércio, fazendo-se necessário ajustes ao conceito de poder de polícia ou mesmo a sua transcendência. Carlos Ari Sundfeld, em uma revisão do conceito de poder de polícia substitui a classificação da regulação estatal como poder de polícia pela noção de Direito Administrativo Ordenador, em oposição ao Direito Administrativo Prestacional, e que corresponderia, segundo o autor, à *"(...) parcela da função administrativa desenvolvida com o uso do poder de autoridade, para disciplinar, nos termos e para os fins da lei, os comportamentos dos particulares no campo que lhe é próprio"*.[39]

Marçal Justen Filho indica que: "*a ampliação da complexidade socioeconômica conduziu à necessidade de ampliação do conceito de intervenção estatal"* que constitui objeto do poder de polícia. Para o autor, *"a regulação é um estágio posterior nessa evolução, em que o Estado restringe a autonomia dos particulares, visando a constrangê-los ou a induzi-los a produzir as condutas reputadas como socialmente úteis ou indispensáveis*".[40]

O aumento da complexidade socioeconômica por si só forçou e continuamente força o Estado a assumir novas e múltiplas feições além de suas competências soberanas tradicionais, destacando os mecanismos de intervenção indireta:

---

[37] *Ibid*, p. 91.
[38] ARAGÃO, Alexandre Santos de. **Agências reguladoras e a evolução do direito administrativo econômico.** 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2004, p. 33.
[39] SUNDFELD, Carlos Ari. **Direito Administrativo Ordenador**. São Paulo: Malheiros, 2000, p. 32.
[40] JUSTEN FILHO, Marçal. **Curso de direito administrativo**. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 642.

o poder regulatório, que por sua vez, pressiona um novo conceito do poder de polícia, para distanciá-lo de sua raiz tradicional publicista e adequá-lo ao contexto do Estado Social e Democrático de Direito, ou mesmo para declarar sua superação.

A intervenção do Estado via regulação manifesta-se com objetivos econômicos e com efeitos sociais[41] e econômicos inevitáveis, exemplificando com medidas ambientais, urbanísticas, de normalização, de disciplina das profissões, dentre outras.

Assim, a regulação estatal, sob a ótica da organização administrativa, pode ser compreendida como medida de ordenação administrativa setorial/sistêmica, pois há uma especialização dos diversos ramos do sistema jurídico, que se pode constatar com legislações cada vez mais setoriais que não comportam apenas conhecimentos jurídicos, mas acoplam conhecimentos técnicos do setor específico normatizado. Essa especialização implica em uma segmentação de instrumentos legais e na formação de diversos subsistemas. Sob essa perspectiva Sérgio Guerra afirma:

> A regulação estatal representa um estado de equilíbrio e de regularidade no funcionamento de um subsistema, mediante regras, em sua maioria, elaboradas com alto grau de tecnicidade e complexidade. Essas regras devem ser observadas em determinado comportamento ou situação, afetando-se, minimante, direitos e garantias fundamentais do cidadão.[42]

A assunção de atividades econômicas de relevante compromisso social pelo setor privado, ocasionou esferas de regulação estatal via entidades estatais descentralizadas, com amplas funções e amplo conhecimento técnico sobre os setores regulados, criando um panorama de regulação descentralizado, técnico e com atribuição de poderes diversos, capaz de propiciar uma atuação alternada entre técnicas de incentivo e repressão de condutas com objetivo de concretizar os interesses específicos de cada política setorial subjacente.

---

[41] Tais como o controle de concentrações empresariais, a repressão de infrações à ordem econômica, o controle de preços e tarifas, a admissão de novos agentes no mercado.

[42] GUERRA, Sérgio. **Regulação estatal sob a ótica da organização administrativa brasileira**. Revista de Direito Público da Economia – RDPE, Belo Horizonte, ano 11, n. 44, p. 229-248, out./dez. 2013. Disponível em: https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/4239577/mod_resource/content/1/guerra%2C%20s%C3%A9rgio%20%20regula%C3%A7%C3%A3o%20estatal%20sob%20a%20%C3%B3tica%20da%20organiza%C3%A7%C3%A3o%20administrativa%20brasileira.pdf. Acesso em: 18/9/2023.

Sob a ótica do princípio da eficiência, a regulação estatal precisa alcançar o melhor resultado possível, com relação ao interesse público substantivo almejado, a partir do menor custo possível, com relação ao sacrifício de outros interesses constitucionalmente protegidos a ao custo financeiro.

Para Floriano de Azevedo Marques, a noção moderna de regulação demanda a necessidade de diálogo entre regulador e os agentes sujeitos à atividade regulatória, com objetivo de legitimar a atividade, de forma a tornar a regulação mais qualificada, porquanto mais aderente às necessidades e perspectivas da sociedade. O Estado atual encontra dificuldades para impor unilateralmente as regras construídas de forma singular sobre a sociedade, mormente no domínio econômico, fazendo-se necessário que a atuação estatal seja pautada pela negociação, transparência e permeabilidade aos interesses e necessidades dos regulados. Assim, o caráter de imposição unilateral da vontade da autoridade estatal dá lugar, na moderna regulação, à necessidade de mediação de interesses, exercendo o Estado sua autoridade não de forma meramente impositiva, mas de forma construtiva, se auxiliando do privado para a construção das regras, arbitrando interesses e tutelando hipossuficiências.[43]

Ismael Mata afirma que o conceito de regulação, sob a ótica do Direito Administrativo, é composto pelas seguintes características: a) ação distinta e externa da atividade regulada, b) limitação à liberdade do regulado, c) política pública que responde ao interesse público, d) pressupõe um padrão, um modelo, que corresponde à conduta desejada das atividades do regulado, e) conduta legitimada na norma regulatória, cujo cumprimento pelo particular é objeto de fiscalização do regulador; f) processo permanente e dinâmico, que pressupõe constantes ajustes, visando assegurar a regularidade e continuidade dos serviços prestados.[44]

Santiago Munhoz Machado ressalta a "permanência" do exercício de regulação estatal, ao afirmar que a regulação é um conjunto de técnicas de intervenção pública no mercado que resultam em um controle prolongado e localizado sobre determinada atividade de relevância social.[45]

---

[43] MARQUES, Floriano de Azevedo. **Agências Reguladoras – Instrumentos do Fortalecimento do Estado**. São Paulo: ABAR, 2003, p. 12.
[44] MATA, Ismael. **Los entes reguladores de los servícios públicos. El derecho administrativo argentino hoy**. Buenos Aires: Editorial Ciência de la Administración, 1996, p. 115.
[45] MACHADO, Santiago M. **Servicio Público y mercado: los fundamentos**. Madri: Civitas. 1998. Tomo I, p. 264.

Face a essa multiplicidade de características da regulação, o conceito assume contornos e feições que o dissociam da clássica intervenção do Estado na ordem privada representada pelo poder de polícia.

1.2. Regulação da atividade econômica à luz do Direito Administrativo

Na doutrina econômica clássica, aponta-se a regulação como instrumento para suprir as deficiências de mercado. Nas palavras de Marçal Justen Filho: "*As visões originárias do início do século XX reputavam que a regulação refletia a necessidade de um agente externo adotar providências destinadas a eliminar defeitos ou insuficiências de mercado*"[46]. Por esse motivo restou difundida a expressão: "*regulação econômica*".[47]

Segundo Ricardo Marcondes Martins, a "mão invisível" do mercado não garante eficiência econômica, traduzida na alocação com máxima eficiência de recursos, nem a equidade econômica ou a distribuição equitativa destes recursos[48], sendo a função da regulação suprir as falhas da "mão invisível" do mercado.[49]

As deficiências ou falhas de mercado são apresentadas pelos economistas como: abuso do poder econômico, distribuição assimétrica de informações, presença de externalidades e distribuição desigual de bens públicos, conceitos que serão tratados mais adiante.

Sob uma perspectiva economicista a regulação se mostra como instrumento estatal para suprir falhas de funcionamento e operação de mercado, destacando a necessidade de equilíbrio no exercício do poder de mercado, de distribuição

---

[46] Para Marçal Justen Filho: "*Verifica-se uma situação de eficiência econômica quando: (a) é impossível produzir uma mesma quantidade de produto final utilizando uma combinação de insumos e outros fatores de produção mais baratos; e (b) é impossível produzir uma mesma quantidade de produto final utilizando a mesma combinação de insumos e outros fatores de produção".* JUSTEN FILHO, Marçal. **O Direto das Agências Reguladoras Independentes.** São Paulo: Dialética. 2002, p. 32.

[47] JUSTEN FILHO, Marçal. **O Direto das Agências Reguladoras Independentes.** São Paulo: Dialética. 2002, p. 32.

[48] Nas palavras de Ricardo Marcondes Martins: "*Eficiência e equidade são conceitos econômicos fundamentais. O primeiro foi desenvolvido pelo economista italiano Vilfredo Pareto e, por isso, é chamado de "ótimo de Pareto". Poderia ser sintetizado como "máximo de valor pelo mínimo custo". Essa síntese pode levar a uma compreensão equivocada do conceito; seu significado não tem apenas viés materialista, a eficiência econômica é definida em termos de "bem-estar" (...) Logo, resultado eficiente não é resultado equitativo. Ora, por obvio, numa sociedade marcada pela má distribuição de renda e justiça social só se faz em prejuízo dos mais ricos. Enquanto os economistas liberais tendem a privilegiar a eficiência econômica, os não liberais tendem a privilegiar a equidade econômica*." MARTINS, Ricardo M. **Regulação Administrativa à luz da Constituição Federal.** São Paulo: Malheiros. 2011, p. 88-89.

[49] MARTINS, Ricardo M. **Regulação Administrativa à luz da Constituição Federal.** São Paulo: Malheiros. 2011, p. 87.

equitativa de bens públicos, de mitigação dos efeitos das externalidades e das assimetrias informacionais, principal foco do poder regulatório para construção de um ambiente de concorrência justo e desenvolvimento econômico sustentável.[50]

Para Santiago Muñoz Machado, a regulação justifica-se para controlar o poder dos monopólios, controlar os benefícios inesperados decorrentes de mudanças súbitas em determinados preços, corrigir o incremento de custos de determinados serviços, compensar informações inadequadas por parte dos prestadores de serviços, evitar excessiva e prejudicial competição, bem assim aliviar a escassez.[51]

A regulação estatal dos setores econômicos desenvolvidos pela iniciativa privada se justifica porque objetiva interferir sobre eles, de modo a alterar a evolução normal dos fatos.[52]

Assimila-se a ideia de que a intervenção regulatória do Estado na área econômica deve ser realizada em conjunto, mediante lei geral, ordenamento ou planificação de toda a ordem econômica, ao invés de ser uma organização parcial ou mediante leis especiais, que trata a ordem econômica como uma série de compartimentos isolados que pudessem ser manipulados separadamente, ou como conteúdo vasado pelo legislador no qual um deles não se comunica aos demais. A unidade da ordem econômica não é mera expressão verbal, deve ser representada pela regulação como uma realidade.[53]

É indispensável ressaltar que a finalidade da regulação da atividade econômica não se encerra sob a perspectiva exclusivamente econômica e para uma finalidade apenas econômica. As finalidades regulatórias relacionam-se a valores fundamentais consagrados na Constituição Federal e em políticas públicas orientadas para o setor regulado, sejam elas de ordem econômica ou não.

Constitui um reducionismo considerar que a regulação estatal se relaciona apenas com a obtenção de maior eficiência econômica possível. Para Marçal Justen Filho:

---

[50] MENDES, Flavine Meghy Metne. O conceito de regulação e seus desdobramentos práticos. *In*: VORONOFF, Alice; PALMA, Juliana Bonacorsi de, TOLEDO, Renato. **Coleção de Direito Administrativo Sancionador: Volume 3: Direito Administrativo Sancionador Regulatório**. Rio de Janeiro: CEEF, 2022, p. 123.

[51] MACHADO, Santiago M. ***Servicio Público y mercado: los fundamentos***. Madri: Civitas. 1998. Tomo I, p. 266-268.

[52] JUSTEN FILHO, Marçal. **O Direito as Agências Reguladoras Independentes**. São Paulo: Dialética. 2002, p. 32.

[53] VENANCIO FILHO, Alberto. **A Intervenção do Estado na Economia: o direito público econômico no Brasil**. Rio de Janeiro: Renovar. 1998, p. 54.

"*É imperioso tomar consciência dessa condição instrumental da atividade regulatória do Estado, sob pena de neutralizar-se eticamente a ação estatal."*[54] E segue:

> Defende-se, por isso, a concepção de ser a regulação um conjunto ordenado de políticas públicas, que busca a realização de valores econômicos e não econômicos, reputados essenciais para determinados grupos ou para a coletividade em seu conjunto. Essas políticas envolvem a adoção de medidas de cunho legislativo e de natureza administrativa, destinadas a incentivar práticas privadas desejáveis e a reprimir tendências individuais e coletivas incompatíveis com a realização dos valores prezados. As políticas regulatórias envolvem, inclusive, a aplicação jurisdicional do Direito.[55]

A partir da segunda metade do século XX, nota-se um movimento no sentido de ampliar a dimensão da regulação sobre a atividade econômica, para fins de abranger a perspectiva social sobre a atividade econômica, visando a realização de outros fins de interesse comum, como, por exemplo, a proteção do meio ambiente, dos direitos das minorias, da dignidade da pessoa humana, entre outros.

Sob uma perspectiva jurídica, a regulação do Estado na economia seria, então, uma forma de intervenção do Estado na economia, visando alcançar interesses públicos no âmbito da atividade econômica, cabendo às entidades de regulação editar normas técnicas (atividade de regulamentação), desde que observado o espaço conferido pela Lei[56], está definida a partir da construção e votação das políticas públicas subjacentes para cada setor.

Cabe considerar que a Constituição Federal utiliza conceitos amplos que repercutem no desenvolvimento econômico do Estado, cujo conteúdo lhe cabe regular de forma integrada para promoção das finalidades do Estado de Direito brasileiro, como é o caso do "desenvolvimento humano, social e econômico" (Art. 216-A), "desenvolvimento cultural e sócio-econômico" (Art. 219), "desenvolvimento nacional equilibrado" (Art. 174).

A atividade regulatória estatal precisa ser orientada ao interesse público que se revela, em última instância, no objetivo de desenvolvimento nacional equilibrado do Art. 174 da Constituição Federal, sem ignorar as dinâmicas e objetivos setoriais, sob

---

[54] JUSTEN FILHO, Marçal. **O Direto das Agências Reguladoras Independentes**. São Paulo: Dialética. 2002, p. 40.
[55] *Ibid*, 40.
[56] MENDES, Flavine Meghy Metne. O conceito de regulação e seus desdobramentos práticos. *In*: VORONOFF, Alice; PALMA, Juliana Bonacorsi de, TOLEDO, Renato. **Coleção de Direito Administrativo Sancionador: Volume 3: Direito Administrativo Sancionador Regulatório.** Rio de Janeiro: CEEF, 2022, p. 122.

pena de a regulação se mostrar ineficaz e inidônea para a finalidade de gerar mudanças no comportamento dos agentes econômicos e alcançar o desenvolvimento nacional sustentável.

De fato, quando a Constituição Federal determina, logo em seu Art. 1º, como fundamentos da República: a dignidade da pessoa humana, os valores sociais do trabalho e da livre iniciativa (incisos III e IV), e, como objetivos: a construção de uma sociedade livre, justa e solidária, a erradicação da pobreza e da marginalidade e a redução das desigualdades sociais e regionais (incisos I e III) e, por outro lado, no Capítulo sobre a Ordem Econômica (Art. 170) estabelece que a ordem econômica se fundamenta na valorização do trabalho humano e da livre iniciativa para assegurar a existência digna e compatível com a justiça social, não se visualiza no texto constitucional nenhuma hierarquia da livre iniciativa com relação aos demais princípios, mas a clareza de que a livre iniciativa precisa ser integrada com os princípios da valorização social do trabalho e da justiça social.

Neste sentido, a Lei de Liberdade Econômica merece algumas críticas relacionadas ao debate sobre regulação estatal da atividade econômica, na medida em que parte de uma clara ideologia liberal econômica de intervenção mínima dissociada da Constituição Federal, porque alça o direito à liberdade e à propriedade à categoria de direito constitucional mais relevante, sem compatibilização com as noções constitucionais de justiça social e valorização social do trabalho.[57] Neste sentido, Ana Frazão ressalta a função do Estado na economia como constitutiva dos mercados e não meramente exógena, como mero expectador do jogo econômico:

> (...) a Lei de Liberdade Econômica, a pretexto de valorizar a livre-iniciativa e desburocratizar a economia, vai muito além desse objetivo, até porque confunde desburocratização com desregulação e adota a premissa equivocada de que o Estado é exógeno à economia, ignorando a realidade de que ele é constitutivo dos mercados.[58]

[57] BRASIL. Lei Nº 13.874/2019 de 20 de setembro de 2019. Institui a Declaração de Direitos de Liberdade Econômica; estabelece garantias de livre mercado. Brasília, DF: Diário Oficial da União, 2019. O Art. 1º da Lei n.º 13.874/2019 dispõe sobre declaração dos direitos de liberdade econômica sem referência a necessária compatibilização com os princípios constitucionais da justiça social e da valorização social do trabalho.

[58] FRAZÃO, Ana. Liberdade econômica para quem? A necessidade de vinculação entre a liberdade de iniciativa e a justiça social. *In:* SALOMÃO, Luis Felipe. CUEVA, Ricardo Villas Boas. FRAZÃO, Ana. **Lei de Liberdade Econômica e seus impactos no direito brasileiro**. 1. Ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil. 2020, p. 112.

A Lei de Liberdade Econômica ao defender uma ideia de intervenção mínima e o mito de defender a primazia das transações econômicas naturais da intervenção "artificial" do Estado, acaba flexibilizando a autuação administrativa em pontos cujas consequências são prejudiciais a todos os cidadãos.[59]

No contexto das democracias constitucionais contemporâneas, o debate sobre a intensidade da regulação é questão superada e substituída pela qualidade da regulação que, sob a perspectiva jurídica constitucional e em matéria de regulação da atividade econômica, transcendem as questões setoriais relacionadas às falhas de mercado, pois impõem simultaneamente outros objetivos decorrentes da compatibilização da liberdade de exploração da atividade econômica com princípios de diversas outras ordens, imprescindíveis para o desenvolvimento equilibrado e sustentável do Estado. Assim, a análise das próprias deficiências de mercado típicas e setoriais, bem assim as políticas públicas e atuação do regulador deverão inexoravelmente considerar as perspectivas sociais, ambientais, culturais, entre outras, como inerentes à atividade de regulação da atividade econômica.

Ao contrário do que mostra a ideologia liberal econômica, o crescimento em violação ao meio ambiente, à segurança, à saúde, ou mesmo em violação à normas do trabalho e da justiça social não leva à harmonia social, mas gera desigualdade em níveis intoleráveis e nocivos ao Estado[60], implicando em danos aos cidadãos e recessão econômica, motivo pelo qual o crescimento econômico precisa estar alicerçado em critérios mínimos de justiça social e de respeito a outros direitos fundamentais de igual

[59] Por exemplo, na forma do Art. 3º, inciso IX da Lei n.º 13.874 de 2019, constitui direito de toda pessoa natural desenvolver atividade econômica e "*ter a garantia de que, nas solicitações de atos públicos de liberação da atividade econômica que se sujeitam ao disposto nesta Lei, apresentados todos os instrumentos necessários a instrução do processo, o particular será cientificado expressa e imediatamente do prazo máximo estipulado para análise de seu pedido, e de que, transcorrido o prazo fixado, o silêncio da autoridade competente importará aprovação tácita para todos os efeitos, ressalvadas as hipóteses expressamente vedadas em lei*." Neste ponto, a permissão da exploração da atividade econômica que possa ser danosa, seja ao meio ambiente, à segurança ou à saúde, por exemplo, não pode tacitamente concedida, a pretexto de que a administração pública foi ineficiente e visando salvaguardar um direito de exploração da atividade econômica do particular, quando, do outro lado da balança, estão direitos fundamentais caros ao cidadão, relacionados a direitos fundamentais ao meio ambiente, a segurança, a saúde, entre outros. A deficiência na gestão pública, não pode ter como consequências, a violação de outros direitos fundamentais, sob pena de penalizar toda a sociedade em decorrência da má gestão administrativa. As consequências da má gestão administrativa deveriam ser enfrentadas com a imposição de fiscalização e consequências rigorosas a servidores que não cumprem com sua função pública.

[60] Ana Frazão questiona se o crescimento econômico medido pelos parâmetros internacionais de crescimento, tais como: avaliação de produto interno bruto e renda per capta, é desdobramento da liberdade econômica, concluindo que não, que o crescimento econômico injusto é receita para a desordem e, inclusive, para a estagnação econômica quando atinge níveis insuportáveis, apontando que a liberdade econômica é compatível e precisa estar alicerçada com critérios mínimos de justiça social. *Ibid*, p. 90.

envergadura, tal como preconiza a Constituição Federal e como sustentavam os liberais clássicos.[61]

O Estado Democrático de Direito Brasileiro apresenta o paradigma da Ordem Econômica Constitucional que procura avançar em relação às ideologias do Estado Liberal e do Estado Social, na medida em que propõe um arranjo diferente entre mercado e sociedade, uma situação intermediária entre as ideologias anteriores, entre um Estado ausente e um Estado interventor. Neste modelo, a livre iniciativa não é valor absoluto, mas deve ser compatibilizado com outros princípios de igual envergadura constitucional: meio ambiente, valorização do trabalho, função social da empresa, direito do consumidor, entre outros.

A partir dessa concepção acerca da finalidade regulatória da atividade econômica, concebemos a regulação estatal, sob a perspectiva do Direito Administrativo, como o exercício permanente de competência constitucional do Estado, mediante atuação de autarquias especiais independentes com função de regulação, equivalente ao conjunto de processos dinâmicos e atividades direcionadas a criar, aplicar e supervisionar o cumprimento de regras, normas e políticas orientadas à condicionar, orientar e limitar a conduta de atores privados e empresas em setores específicos da economia e da sociedade, cuja finalidade é a de promover o interesse público, abrangendo a garantia da justa concorrência, proteção dos trabalhadores e do trabalho, da livre iniciativa, proteção aos consumidores, ao meio ambiente, aos cidadãos, entre outros objetivos de relevância social; promover o equilíbrio entre os interesses privados e o bem-estar público; e garantir que os regulados atuem com eficiência, transparência e alinhados aos princípios do Estado.

1.3. Deficiências ou falhas de mercado

Tradicionalmente, as deficiências ou falhas de mercado são concebidas como justificativa última para a regulação em nome do interesse público, abordagem que

[61] Ana Frazão aponta que no liberalismo clássico não havia oposição entre liberdade de iniciativa e justiça social. Segundo a autora, citando Locke, assevera que a sua defesa à liberdade e à propriedade privada não impunham ignorar as instâncias morais dos institutos, a defesa da propriedade e da liberdade se alçava em fundamentos moral de utilidade e trabalho. Locke não ignorava que o homem vive em sociedade e que seus direitos se protegem na esfera dos direitos do demais homens, havendo necessidade de se encontrar critérios de compatibilização entre os iguais direitos daqueles que vivem em uma sociedade que se pretende democrática. A autora também ilustra sua perspectiva a partir da análise de Kant, que via o direito a partir da perspectiva da coexistência de liberdades. Assim, liberdade e igualdade não seriam conceitos antagônicos, pois não há liberdade de um que possa ser alcançada as custas da opressão de outros. *Ibid*, p. 92.

ficou conhecida como Teoria do Interesse Público.[62] As deficiências de mercado podem ser divididas em: 1.3.1. deficiência de concorrência; 1.3.2. externalidades; 1.3.3. acesso aos bens coletivos e 1.3.4. assimetrias informacionais.[63]

1.3.1. Deficiência de concorrência:

A deficiência de concorrência se caracteriza quando inexiste ambiente de disputa equilibrada em determinado mercado impedindo o seu funcionamento eficiente. A deficiência de concorrência pode derivar de monopolização por certo agente, o que permite que este controle e imponha preços e condições ampliando sua margem de lucro e reduzindo a eficiência econômica do sistema, ou de práticas pontuais por parte de participante do mercado, incompatíveis com a livre concorrência[64].

Ricardo Marcondes Martins[65] se refere às deficiências de concorrência como *poder econômico*, traduzido como o poder de controlar preços que inexiste em um ambiente de perfeita concorrência, destacando dois tipos de *poder econômico*: o monopólio, traduzido pela presença de muitos compradores e apenas um vendedor em determinado mercado; e o monopsônio que se revela na capacidade do comprador controlar o preço.[66]

---

[62] As raízes da vertente teórica da teoria do interesse público, para justificar a regulação estatal, remontam ao período que compreende a declaração de Lei do Comercio Interestadual, em 1887, até a fundação da Revista de Análise Econômica de Direito, em 1958. "*As premissas giravam em torno de dois aspectos: i) suposta constatação de que os mercados são exatamente frágeis e, se deixados à própria sorte, não seriam capazes de funcionar de maneira eficiente e ii) regulamentação governamental não gera custos*." Todavia, em direção diametralmente oposta, a teoria da captura sugere uma descrição da regulação como resultado da interação de interesses privados, orientados pela busca de benefícios egoísticos, o que originaria a demanda regulatória. De outro lado, os reguladores, em busca de apoio político pessoal, poderiam deturpar a regulação de modo a favorecer determinados participantes do mercado, configurando um processo em que grupos de interesses logram benefícios em detrimento do cidadão comum e de outros atores sociais. MENDES, Flavine Meghy Metne. Teorias econômicas da regulação. Revista Forense, vol. 429, ano jan-jun de 2019. Disponível em: http://genjuridico.com.br/2019/06/30/revista-forense-429-teorias-economicas-da-regulacao/. Acesso em: 24 de abr. de 2023.

[63] JUSTEN FILHO, Marçal. **O Direto das Agências Reguladoras Independentes**. São Paulo: Dialética. 2002, p. 32-33.

[64] NUSDEO, Ana Maria de Oliveira. **A Regulação e o Direito da Concorrência**. *In*: SUNFELD, Carlos A. Direito Administrativo Econômico. São Paulo: Malheiros. 2000, p. 166.

[65] MARTINS, Ricardo M. **Regulação administrativa à luz da Constituição Federal**. São Paulo: Malheiros. 2011, p. 90.

[66] O Acórdão n.º 132/2018 do TCU aponta, a partir da análise da regulação do processo competitivo na administração dos aeroportos pela INFRAERO (Acórdão TCU n.º 1.865/2016), aspectos relevantes acerca da regulação pro-competição, contextualizada na análise da necessária competição entre os aeroportos e sobre a atuação regulatória estatal diante da aparente antinomia entre a garantia da justa competição e da eficiência do serviço prestado. No Acórdão n.º 132/2018, o TCU aborda alternativas regulatórias possíveis e a questão da livre competição entre os ganhos de eficiência, diminuição de preços ao consumidor e melhorias na prestação de serviços. No Inquérito Administrativo n.º 08700.011091/2015-18 e na Nota Técnica n.º 13/2017/CGAA3/SGA1/SG/CADE da Superintendência Geral do Cade revela-se a perspectiva do órgão geral antitruste perante de questões de formação de preços em mercados regulados, especialmente

Caso diagnosticada deficiência de concorrência, faz-se necessário a intervenção de autoridade externa que imponha aos agentes econômicos ações ou omissões necessárias, com vistas a obtenção de resultados econômicos eficientes.[67]

1.3.2. Externalidades:

Externalidades são circunstâncias que produzem efeitos econômicos relevantes, que não se refletem diretamente nos preços praticados. Constituem efeitos colaterais indesejados da exploração da atividade econômica, sem repercussão na formação do preço, revelando uma alocação ineficiente de recursos.

As externalidades podem ser: (i) negativas, impondo custos não desejados para a sociedade, como é o caso do exemplo clássico de poluição produzida por determinado industrial que remete à coletividade o ônus de arcar com a reparação do dano ambiental respectivo; ou (ii) positivas, representadas por benefícios não desejados, mas que aproveitam à sociedade, como é o caso da educação, que impacta positivamente toda a sociedade, para além da relação aluno-educador.

A externalidade negativa representa uma transferência indevida para terceiros dos custos inerentes à exploração de determinada atividade econômica, não internalizados pelo agente poluidor, como custo inerente à cadeia de produção.

A constatação de uma determinada externalidade negativa, ou seja, de danos suportados indevidamente por toda a sociedade decorrente de exploração de determinadas atividades econômicas, revela a insuficiência da "mão invisível" do mercado para produzir os efeitos necessários ao atendimento do bem comum, como, por

---

no caso de monopólio público exercido pela Sabesp no setor de fornecimento de água tratada. A denúncia versa sobre suposto exercício abusivo da posição dominante exercida pela SABESP na cidade de São Paulo, na cadeia produtiva de fornecimento de água tratada, resultando em deficiência concorrência justa. Segundo consta na denúncia, em razão de sua posição dominante, a SABESP teria estabelecido preços unilateralmente elevados no setor de atacado de modo a inviabilizar a concorrência e gerar dívidas aos municípios. Perante as dívidas, os municípios entregariam, como compensação, a exploração dos serviços municipais de tratamento de água para incorporação sucessão pela Sabesp, apenas pelo valor dos ativos e sem necessidade de licitação, são os casos de Osasco, Diadema e São Bernardo do Campo. MOREIRA, Egon Bockmann; GOMES, Gabriel Jamur. Regulação pró-competição: concorrência no mercado – caso SEMASA VS. SABESP, CADE. *In*: MARQUES NETO, Floriano de Azevedo; MOREIRA, Egon Bockmann; GUERRA, Sérgio. **Dinâmica da Regulação: estudo de casos da jurisprudência brasileira – a conveniência dos tribunais e órgãos de controle com agências reguladoras, autoridade da concorrência e livre iniciativa.** Belo Horizonte: Forum. 2021, p. 177-178.

[67] JUSTEN FILHO, Marçal. **O Direto das Agências Reguladoras Independentes**. São Paulo: Dialética. 2002, p. 34.

exemplo, a distribuição justa dos custos, diretos e indiretos, inerentes à produção. Nas palavras de Marçal Justen Filho:

> A externalidade indica a característica do processo econômico, consistente na tendência dos agentes econômicos de excluir a própria responsabilidade por determinados custos necessários à sua atuação operacional e de apropriar-se de vantagens propiciadas pelas circunstâncias alheias à sua atividade.[68]

Dito de outra forma, as externalidades decorrem do resultado de condutas de uma empresa ou indivíduo que atinge terceiros não diretamente envolvidos na exploração da atividade econômica e, na maior parte das vezes, sem que estes terceiros tenham anuído ou se beneficiado com a referida conduta.

Assim, as externalidades culminam falhas de mercado, porque o preço e a quantidade de bens e serviços produzidos não refletem adequadamente os custos respectivos de produção. Para lidar com as externalidades, via política regulatória, é preciso antever os custos gerados à sociedade não suportados pelos participantes do mercado e decorrentes do processo produtivo ou negocial, impondo impostos, subsídios ou outras estratégias análogas para internalizar os custos ou benefícios externos aos custos de produção e/ou negociação e obter um resultado mais eficiente e socialmente mais desejado.[69]

1.3.3. Acesso aos bens coletivos:

A deficiência relacionada ao "acesso de bens coletivos", à exemplo do acesso à saúde, educação, energia elétrica, entre outros, relaciona-se a necessidade de garantir o acesso às utilidades necessárias a todos os membros da coletividade, sob pena de que, caso o acesso seja submetido à exclusiva livre regulação do mercado, parcela grande da coletividade ficaria desprovida de bens e serviços essenciais. Nas palavras de Marçal Justen Filho: *"muitas vezes a racionalidade da conduta coletiva apenas pode ser*

---

[68] JUSTEN FILHO, Marçal. **O Direto das Agências Reguladoras Independentes**. São Paulo: Dialética. 2002, p. 35.

[69] Casos típicos de externalidade decorrem de poluição do meio ambiente decorrente de exploração de atividade econômica, como, por exemplo, casos de poluição do ar. Determinada fábrica, por exemplo, ao produzir bens pode emitir poluentes atmosféricos como dióxido de enxofre, oxido de nitrogênio e demais partículas nocivas aos seres vivos. Os poluentes lançados na atmosfera afetam a qualidade do ar de toda uma região. Os residentes daquela região ou em áreas afetadas pelos poluentes poderão sofrer problemas de saúde, como problemas respiratórios, cardíacos ou cutâneos. Os custos associados à perda da qualidade da saúde e de vida daqueles residentes nas áreas afetadas, decorrentes da poluição do ar, constituem as externalidades negativas, porque não são levados em conta pelos produtores ao determinar o preço final do produto ou na tomada de decisões de produção. Assim, a externalidade da poluição do ar, neste caso, representa um custo não internalizado pelo processo de exploração da atividade econômica, o que pode levar a uma alocação ineficiente de recursos, além de impactos negativos para a sociedade.

obtida através da atuação de um agente externo, capaz de dimensionar a extensão dos efeitos negativos coletivos derivados da busca individual pela autossatisfação.''[70]

Assim, a deficiência de mercado relacionada ao acesso de bens coletivos refere-se à situação na qual o mercado não consegue, por si só, fornecer de maneira eficiente ou equitativa determinados bens ou serviços que são de interesse coletivo, necessários para a sociedade como um todo, não podendo ser excluídos de nenhum indivíduo ou grupo, como é o caso do direito ao saneamento básico, segurança, saúde pública.

A deficiência de mercado, nestes casos, pode decorrer de falta de incentivo econômico em uma sociedade de livre mercado para produção ou preservação adequada de bens coletivos indispensáveis. Nestes casos, a regulação estatal tem como objetivo garantir o acesso equitativo e eficiente a estes bens e serviços.

1.3.4. Assimetria informacional:

A assimetria informacional relaciona-se ao acesso desigual, entre os participantes do mercado e a sociedade, às informações relevantes inerentes ou decorrentes do processo de produção de bens ou serviços.

Parte-se do pressuposto de que, para aqueles que possuem acesso e até domínio das informações relacionadas ao processo de produção, ao próprio produto, ao funcionamento do mercado ou ao processo negocial; o risco intrínseco ao processo de tomada de decisões é expressivamente mais baixo do que para aqueles que desconhecem informações relevantes que influenciam sua tomada de decisões.

Essa condição de hipossuficiência informacional leva à tomada de decisões viciadas, porque se desconhecem fatores importantes que afetariam a decisão quanto a forma de contratação, podendo impactar a própria decisão pela contratação. Segundo Marçal Justen Filho:

> A assimetria da informação significa, então, que os diversos agentes que participam do processo econômico e detém diferentes graus de informação, o que significa que alguns dispõem de melhor condição de escolha do que outros. Mais ainda, a titularidade da informação se transforma em uma espécie de bem econômico de segundo grau, já que propicia grandes vantagens econômicas.

[70]JUSTEN FILHO, Marçal. **O Direto das Agências Reguladoras Independentes**. São Paulo: Dialética. 2002, p. 35, p. 34.

> Daí deriva que os titulares do conhecimento tentam evitar a difusão para a coletividade das informações mais fundamentais.[71]

No caso de assimetrias informacionais, o Estado deve intervir para obrigar os prestadores de serviços e produtores de bens a prestar informações suficientes, claras e objetivas para propiciar a tomada de decisão sobre o consumo ou fruição consciente do bem ou serviço.

Não se pode olvidar, ademais, que os agentes atuantes no mercado detém diferentes condições subjetivas, que não decorrem apenas da variação da situação financeira de cada ator no mercado, mas do conhecimento profissional de determinados agentes em detrimento de outros, capazes de organizar-se e estruturar-se para produzir e fazer circular bens no mercado, conhecendo profundamente as qualidades positivas e negativas do produto ou serviço e das condições de mercado.

1.4. Conceito e relevância do mercado de valores mobiliários

Antes de tratar sobre a relevância do mercado de valores mobiliários, faz-se necessário diferenciá-lo do mercado financeiro, conceituá-lo e definir a interface entre os dois mercados.

1.4.1. Diferenças entre mercado de valores mobiliários e mercado financeiro e conceito.

Cabe aqui diferenciar e definir o objeto de incidência do "mercado financeiro" e do "mercado de valores mobiliários"[72], ambos integrantes do sistema financeiro.

---

[71] *Ibid*, p. 36.

[72] No Brasil, muitas vezes, as expressões: "mercado de valores mobiliários" e "mercado de capitais" são reputadas como sinônimas. Para parte da doutrina, no entanto, o termo "mercado de valores mobiliários" se refere ao ambiente onde são operadas as negociações com valores mobiliários, assim definidos no Art. 2º da Lei n.º 6.385/1976. Já o termo "mercado de capitais" representaria um conceito mais abrangente, englobando o mercado de valores mobiliários, bem assim, todas as outras formas de financiamento de empresas para impulsionar o crescimento econômico. Para Miguel Barbosa de Oliveira o mercado de capitais é definido como o lugar "*onde são efetuados os financiamentos do capital de giro fixo das empresas e das construções habitacionais. É neste mercado que está concentrada a maior parte das operações das instituições financeiras não monetárias; os financiamentos são, basicamente, de médio e longo prazo, e até mesmo, de prazo indeterminado, como as operações de mercado de ações que se constitui em um segmento deste mercado*." OLIVEIRA, Miguel Delmar Barbosa de. **Introdução ao mercado de ações. O que é. Para que serve. Sua importância para o Brasil.** Rio de Janeiro: CNBV. 1988, p. 51. Nas palavras de Nelson Eizirik, mercado de capitais é o ambiente onde são "*efetuadas operações que não apresentam a natureza de negócios creditícios, mas que visam, basicamente, a canalizar recursos para as entidades emissoras – principalmente sociedades anônimas abertas – através de capital de risco, mediante a emissão pública de valores mobiliários*." EIZIRIK, Nelson. GAAL, Ariádna B. PARENTE, Flávia. HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais Regime Jurídico**. 4ª Ed. São Paulo: Qaurtier Latin, 2019, p. 35.

Segundo Raquel Sztajan, sistema financeiro constitui "*um conjunto de normas, práticas e instituições que permitem mobilizar recursos e pô-los à disposição de pessoas que precisem de financiamento*".[73] O Sistema Financeiro Nacional brasileiro é segmentado pelo mercado monetário[74], mercado financeiro, mercado de valores mobiliários, mercado cambial[75] e mercado de seguros.[76] O mercado de valores mobiliários brasileiro está inserido em um sistema maior: o Sistema Financeiro Nacional (SFN)[77]. O Conselho Monetário Nacional (CMN) é o órgão deliberativo máximo do SFN, responsável por formular a política econômica brasileira, objetivando propiciar condições favoráveis ao seu desenvolvimento.[78]

---

[73] SZTAJN, Raquel. **Sistema Financeiro**. Rio de Janeiro: Elsevier. 2011, p. 79.

[74] Segundo Nelson Eizerik, "*No mercado monetário (open market) são realizadas operações de curto ou curtíssimo prazo com títulos públicos, colocando-os no mercado sem necessidade de intermediação financeira, as autoridades monetárias atuam sobre o nível de liquidez, compram os títulos fazendo com que o dinheiro retorne à economia. Os títulos da dívida pública a exemplo daqueles de curtíssimo prazo emitidos pela instituição financeira, funcionam como "quase moeda", dada sua alta dose de aceitabilidade e liquidez, faltando-lhes para sua caracterização como "moeda a atribuição, pelo sistema jurídico, da qualidade de meio geral de troca e de instrumento de pagamento*." EIZIRIK, Nelson. **Mercado de Capitais.** Regime Jurídico. 4ª ed. São Paulo: Quartier Latin. 2019, p. 34.

[75] Nas palavras de Nelson Eizerik, "*No mercado cambial são efetuadas operações de curto prazo, de compra e venda de moeda estrangeira, sendo sempre necessária a intermediação de instituições financeiras, que se destinam a viabilizar o fluxo de capitais para dentro e para fora do País*." EIZIRIK, Nelson. **Mercado de Capitais**. Regime Jurídico. 4ª ed. São Paulo: Quartier Latin. 2019, p. 34.

[76] BRASIL. BANCO CENTRAL DO BRASIL. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pre/composicao/composicao.asp?frame=1. Acesso em: 25 de out. de 2023.

[77] No Brasil, o Sistema Financeiro Nacional, previsto no Art. 192 da Constituição Federal, é composto por: 1. Banco Central do Brasil, como autoridade responsável pela política monetária, emissão de papel moeda e regulação do mercado financeiro; 2. Bancos comerciais: instituições financeiras autorizadas pelo Banco Central que dispõem de serviços de crédito tradicionais, como: contas correntes, empréstimos e financiamentos; 3. Bancos de Investimentos: instituições financeiras autorizadas pelo Banco Central e pela Comissão de Valores Mobiliários que oferecem serviços de investimento em ativos; 4. Bancos de desenvolvimento: organizações de fomento econômico como o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e social (BNDES) que oferecem financiamento para projetos de infraestrutura e desenvolvimento; 5. Cooperativas de crédito: instituições financeiras cooperativas que oferecem serviços financeiros aos seus membros; 6. Corretoras de valores: empresas que intermediam as negociações de valores mobiliários; 7. Bolsas de Valores: local digital ou físico onde ocorrem as negociações de ações, títulos ou outros instrumentos financeiros; 8. Seguradoras e Previdências Privadas: instituições que oferecem seguros e produtos de previdência privada; 9. Fundos de Investimentos: veículos de investimento coletivos que reúnem recursos de investidores para aplicação em ativos financeiros; 10. Comissão de Valores Mobiliários: autarquia especial designada para regulação do mercado de valores mobiliários; 11. Superintendência de Seguros Privados: autarquia especial designada para regulação do mercado de seguros privados; 12. Bancos múltiplos: instituições financeiras autorizadas pelo Banco Central a oferecer uma variedade de serviços financeiros e bancários; 13. Corretoras de Cambio: instituições financeiras autorizadas pelo Banco Central para oferecer serviços de compra e venda de moedas e remessas internacionais, serviços de seguros cambial, entre outros; 14. Administradoras de Cartões de Crédito; 15. Instituições de pagamento: empresas autorizadas pelo Banco Central para prestar serviços de pagamento, entre outros. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pre/composicao/composicao.asp?frame=1. Acesso em: 10 de out. de 2023.

[78] O conselho Monetário Nacional (CMN), além de ser o órgão deliberativo máximo do SFN, norteia diretamente o funcionamento dos mercados: monetário, de crédito, de capitais e cambial; O Conselho Nacional de Seguros Privados (CNSP) norteia o funcionamento dos mercados de seguros, contratos de

Nelson Eizerik utiliza a expressão única "mercado financeiro e de capitais", para designar o "*conjunto de mecanismos voltados para a transferência de recursos entre os agentes econômicos*"[79], ou seja, conceito que se confunde com o de sistema financeiro.

Já Otávio Yazbek afirma que a expressão "mercado financeiro" pode ser utilizada em dois sentidos: "mercado financeiro em sentido estrito", que se identifica apenas com o "mercado de crédito" (ou "mercado bancário") e a expressão "mercado financeiro em sentido amplo" que abrange o mercado de valores mobiliários, o mercado de crédito, mercado monetário e mercado cambial, confundindo-se com a própria definição de sistema financeiro.[80]

Mostra-se, todavia, adequado distinguir dois segmentos distintos: de um lado, o mercado financeiro, no qual se concentra o mercado de crédito e o mercado bancário, cuja função central, nas palavras de Nelson Eizerik, é a de "*mobilização e canalização dos excedentes efetuados por meio de um intermediário financeiro que se coloca entre o investidor e o beneficiário do investimento"*[81], e, de outro lado, o mercado de valores mobiliários, que possui como função a de propiciar o financiamento direto da atividade econômica, ligando investidores e tomadores de capital via aquisição de valores mobiliários disponibilizados por estes e adquiridos por aqueles, comercializados em mercado específico. Segundo Otávio Yazbek, o mercado de valores mobiliários consiste na:

> (...) relação de financiamento que se estabelece entre o prestador de recursos e seu beneficiário, a partir da emissão, por este último, de obrigações primárias ou diretas, como ações, debêntures, ou *commercial papers*, adquiridas por aquele primeiro. Também para este tipo de mercado são criadas estruturas de

capitalização e fundos abertos de previdência aberta; O Conselho de Gestão da Previdência Complementar (CGPC) norteia o funcionamento do mercado de previdência fechada.

[79] EIZIRIK, Nelson. **O papel do Estado na regulação do mercado de capitais.** Rio de Janeiro: Quartier Latin. 1977, p. 28.

[80] Para Otávio Yazbek, *"... o gênero "mercado financeiro" é cindido, nele sendo reconhecido duas espécies: o "mercado financeiro em sentido estrito" e o "mercado de capitais". Na primeira delas (que também se poderia chamar de mercado de crédito ou de "mercado bancário"), a mobilização e canalização de excedentes é efetuada por meio de um intermediário financeiro que se coloca entre o investidor e o beneficiário do investimento... Por outro lado, no mercado de capitais ("o mercado de valores mobiliários") a relação de financiamento se estabelece diretamente entre o prestador de recursos e o seu beneficiário, a partir da emissão, por este último, de obrigações primárias ou diretas (...)."* YAZBEK, Otávio. **Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais**. Rio de Janeiro: Elsevier.2007, p. 131-32.

[81] *Ibid*, p. 133.

> intermediação, tanto para as movimentações financeiras, quanto para permitir a aproximação eficiente entre os agentes interessados.[82]

Embora ambos os mercados, financeiro e de valores mobiliários, concentrem a função geral de propiciar a transferência de recursos entre os agentes que poupam mais do que investem (os designados agentes econômicos superavitários ou poupadores) para os agentes que investem mais do que poupam (os designados agentes econômicos deficitários ou tomadores), o mercado financeiro se identifica pelo papel central dos bancos como intermediários nas relações de crédito. Neste, os bancos atuam como contraparte nas sucessivas operações próprias de intermediação financeira.[83] Nas palavras de Otávio Yazbek no mercado financeiro, também designado como mercado de crédito ou mercado bancário, as instituições financeiras exercem função central:

> ...a mobilização e canalização dos excedentes é efetuada por meio de um intermediário financeiro que se coloca entre o investidor e o beneficiário do investimento. Este seria, como já referido, um dos papéis típicos das instituições bancárias, que captam valores (por meio das suas operações passivas), repassando-os a terceiros (por meio das operações ativas), nos dois casos figurando como as contrapartes de seus clientes. A remuneração dessas instituições é, de início, um *spread*, ou seja, a diferença entre o custo de captação (o que se paga ao investidor originário) e o custo que se cobra ao beneficiário final daqueles valores. Por essa centralidade de figura do intermediário, o mercado bancário é, como esclarece Mosquera, um mercado "de intermediação bancária".

O que caracteriza uma instituição como financeira é o desempenho das atividades de captação de recursos em nome próprio, seguida de repasse mediante operação de mútuo financeiro, em caráter habitual e com intuito de auferir lucro (atividades habituais e remuneradas[84] de intermediação de circulação de dinheiro em nome próprio e sob responsabilidade pela liquidação).

---

[82] *Ibid*, p. 134.

[83] Nas palavras de Nelson Eizerik: *"Do ponto de vista estritamente jurídico, as instituições financeiras atuam como se os recursos emprestados ao público fossem próprios. Isto é, eles agem em cada operação de captação ou aplicação de recursos, em nome próprio, porém, é certo, que tais recursos emprestados pelas instituições financeiras foram previamente captados junto ao público, com a finalidade de repassá-los, como empréstimos às unidades econômicas deficitárias. O intermediário financeiro, portanto, constitui um tipo especial de empresário, que capta recursos do público e deles se apropria, como se fossem próprios, a fim de transferi-los aos agentes econômicos que deles necessitam, de forma habitual e com finalidade lucrativa. Ao centralizar a oferta e procura de dinheiro, a instituição financeira empreende uma atividade dupla: ao captar recursos junto aos poupadores, remunera-se com juros, ao colocá-lo à disposição dos tomadores de recursos, cobra estes juros. A remuneração da instituição financeira (o chamado "spread" bancário) consiste na diferença entre a taxa de juros pagos na captação e os juros cobrados nos repasses."* EIZIRIK, Nelson. **Mercado de Capitais. Regime Jurídico**. 4ª ed. São Paulo: Quartier Latin. 2019, p. 29/30.

[84] A remuneração das instituições financeiras em razão da prestação de serviços de crédito, identifica-se no *spread* bancário representado pela diferença entre o custo da captação (que se paga ao investidor) e o custo que se cobra a beneficiário final daqueles valores. YAZBEK, Otávio. **Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais**. Rio de Janeiro: Elsevier.2007, p. 132.

As instituições financeiras também desenvolvem atividades acessórias no sistema financeiro, como: cobrança de títulos, transferências eletrônicas, aluguel de cofres, custódia de títulos, etc, além de outras atividades não acessórias, como: arrendamento mercantil, operações de compra e venda de moeda estrangeira, administração de fundos de investimentos, *underwriting*[85] de valores mobiliários, etc; fato que não descaracteriza sua classificação.

O mercado de valores mobiliários difere do mercado financeiro, porque naquele a relação de financiamento se estabelece diretamente entre o prestador de recursos e o seu beneficiário (sem intermediação bancária), a partir de emissão de obrigações primárias ou diretas[86], como ações, debêntures, *commercial papers*, adquiridas diretamente pelo investidor no mercado primário.[87] Neste mercado, o intermediário se caracteriza como mero interveniente (e não como contraparte), apenas presta serviços de aproximação, representação ou liquidação de operações para seus clientes, partes reais das negociações.[88]

No mercado de valores mobiliários, especialmente no mercado secundário[89], há uma figura central caracterizada pela existência da Bolsa de Valores[90]

---

[85] *Underwriting* é o termo em Inglês utilizado para designar o processo no qual uma companhia, visando o levantamento de capital através da subscrição pública, contrata uma intermediária financeira para disponibilizar as suas ações no mercado.

[86] ANDREZO, Andrea Fernandes, e LIMA, Iran Siqueira. **Mercado Financeiro: Aspectos Históricos e Conceituais**. São Paulo: Thomson Learnig. 2002. P. 05.

[87] No que se refere ao funcionamento, o mercado de valores mobiliários pode ser dividido em mercado primário e mercado secundário. O mercado primário é aquele onde ocorrem as emissões públicas de novos valores mobiliários, mediante captação da poupança popular. Os recursos obtidos com a aquisição de valores mobiliários pelos investidores são direcionados diretamente para as entidades emissoras, que poderão, dessa forma, utilizá-los em seus projetos de investimento. No mercado secundário, os valores mobiliários já emitidos são negociados entre os próprios poupadores, seja por meio da bolsa de valores, futuros e mercadorias, seja por meio do chamado mercado de balcão. No mercado secundário não há entrada de novos recursos para as companhias emissoras. Entretanto, este segmento desempenha um papel fundamental na lógica de investimento do mercado de valores mobiliários, conferindo liquidez aos valores mobiliários emitidos e permitindo que seus adquirentes os vendam rapidamente.

[88] MOSQUERA, Roberto Quiroga. **Tributação no Mercado Financeiro e de Capitais.** São Paulo: Dialética. 1999, p. 260.

[89] A existência do mercado primário ficaria extremamente prejudicada se, após subscreverem os novos valores mobiliários emitidos, os investidores não tivessem condições de negociá-los com terceiros. Por essa razão faz-se necessário um mercado dito secundário, onde os valores mobiliários emitidos são negociados entre os próprios poupadores, seja por meio da bolsa de valores, futuros e mercadorias, seja por meio do chamado mercado de balcão. Tais entidades têm a função de facilitar as negociações, organizando, mantendo, e fiscalizando um local e/ou sistema adequado e seguro para as operações com valores mobiliários.

[90] As bolsas de valores constituem o mecanismo destinado a prover mercados secundários para diversos ativos. Otávio Yazbek conceitua a bolsa de valores como *"...o lugar onde se encontram os possíveis compradores e vendedores de certos bens, para realização das correspondentes negociações, conforme regras e procedimentos específicos." Todavia, o autor aponta que a expressão apresenta vários sentidos, destacando os seguintes: "(i) o local em que se encontram os representantes dos compradores e vendedores*

ou bolsas de balcão[91], mas que, todavia, funciona meramente como ambiente eletrônico ou físico onde se operam as movimentações financeiras e um local eficiente para a aproximação das unidades econômicas deficitárias e dos agentes econômicos superavitários.

No mercado de valores mobiliários o investimento se materializa via emissão pública de valores mobiliários pelas companhias e sua aquisição direta pelos investidores, não se trata, a princípio, de empréstimo.[92] As companhias emissoras de títulos mobiliários não são contratadas para devolver os recursos aos investidores, mas para remunerá-los sob a forma de dividendos ou pela diferença do valor de mercado da companhia entre a aquisição e a venda da participação acionária. Assim, o mercado de valores mobiliários é um mercado eminentemente de risco, pois não há certeza quanto ao retorno dos investimentos, fator que depende do desempenho da atividade empresarial explorada pelo emissor.

Conceitua-se o mercado de valores mobiliários como o segmento do sistema financeiro em que são criadas as condições e ambientes próprios para que as unidades produtivas suficientemente organizadas e habilitadas pelo ente regulador captem recursos diretamente dos investidores, por meio da emissão de instrumentos financeiros, com o objetivo principal de financiar suas atividades e/ou viabilizar projetos de investimentos. Ainda no mercado de valores mobiliários, propicia-se que os

---

para representar suas ofertas e fechar as operações; (ii) a instituição que administra aquele local e os sistemas de negociação nele existentes e que processa as operações ali realizadas; (iii) o mecanismo ou sistema adotado para as negociações de um determinado ativo; ou, mais informalmente; (iv) o estado das operações bursáteis em um dado período (quando se discute a tendência geral dos negócios afirmando-se que ela "subiu" ou "caiu", por exemplo." YAZBEK, Otávio. **Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais**. Rio de Janeiro: Elsevier.2007, p. 137-138.

[91] A principal função dos mercados de bolsa e de balcão é organizar, manter, controlar e garantir ambientes ou sistemas propícios para o encontro de ofertas e a realização de negócios com formação eficiente de preços, transparência e divulgação de informações e segurança na compensação e liquidação dos negócios. Essas funções aumentam a confiança dos investidores no mercado secundário, de maneira a fomentar o mercado primário e, portanto, as captações públicas de recursos pelas companhias, função econômica principal do mercado de capitais.

[92] Exceto no caso de debêntures e *commercial Papers ou Nota Promissória*, modalidades de títulos emitidos pelas companhias de capital aberto para captação de crédito privado e que remuneram o investidor com uma renda fixa. As debêntures constituem modalidade de investimento que integram a categoria de crédito privado, uma subclassificação da renda fixa, e correspondem a títulos da dívida das companhias emitidos para captar recursos, em troca de pagamento de uma rentabilidade fixa, reguladas pela Resolução CVM n.º 77 de 29 de março de 2022, que dispõe sobre a negociação de ações e a aquisição de debêntures de própria emissão. *Commercial papers*, também conhecidos como Nota Comercial ou Nota Promissória, são títulos de dívida emitidos por empresas que buscam realizar a captação de recursos. Trata-se de promessa de pagamento por parte do emissor para o investidor, que é responsável por disponibilizar os recursos e é remunerado com base em uma taxa de juros negociada entre as partes, criadas pela Resolução CMN n.º 1723 de 27 de junho de 1990, atualmente regulada pela Resolução CVM n.º 163 de 13 de julho de 2022, que dispõe sobre a oferta pública de distribuição de nota promissória.

instrumentos financeiros possam ser negociados entre os próprios poupadores, seja por meio da bolsa de valores, futuros e mercadorias, seja por meio do chamado mercado de balcão.

No presente estudo utiliza-se a expressão "mercado financeiro" para designar o mercado de crédito e a expressão "mercado de valores mobiliários" para designar o ambiente de negociação de valores mobiliários, assim definidos no Art. 2º da Lei n.º 6.385/1976, porque cada qual se submete à um respectivo ente de regulação. Compete à Comissão de Valores Mobiliários regular o mercado de valores mobiliários, ao passo que compete ao Banco Central do Brasil regular o mercado financeiro.

1.4.2. Interface entre mercado de valores mobiliários e mercado financeiro

A distinção conceitual entre os dois mercados, financeiro e de valores mobiliários, não afasta o reconhecimento dos pontos de interface e convergência, cada vez mais acentuados, reconhecendo-se que as atividades, agentes e instrumentos atuantes em um e outro mercado estão altamente integrados entre si.

Os produtos oferecidos e estratégias praticadas no mercado financeiro e no mercado de valores mobiliários, em diversas situações, integram-se em soluções complexas que afetam classificações rígidas e dicotômicas.

A classificação entre mercados financeiro e mercado de valores mobiliários foi desenvolvida segundo lógica de contraposição entre o modelo de *"bank oriented*" (mercado de crédito) e o modelo de *"market-oriented" (mercado de investimentos),* dualidade que refletiu nas estruturas regulatórias de ambos os mercados.[93]

No caso brasileiro, o desenvolvimento do debate institucional sobre conceitos de mercado financeiro e mercado de valores mobiliários foi impulsionado, em meados da década de 1960, por decisão de cunho político [94], em contexto econômico de

---

[93] YAZBEK, Otávio. **Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais**. Rio de Janeiro: Elsevier. 2007, p. 133.

[94] Nas palavras de Marcos Barros de Souza: "*Em seu primeiro dia de governo, o presidente Jucelino Kubitschek expôs o ambicioso plano desenvolvimentista que prometia fazer o país avançar 50 anos em 5. Era 1º de fevereiro de 1956, e os anos seguintes ficariam gravados na memória coletiva nacional como uma época de ouro, movida pela arrancada do desenvolvimento. A construção de uma base industrial e a abertura aos investimentos estrangeiros dariam, afinal, as condições para o crescimento do mercado de ações, que superariam os negócios com títulos públicos*." BARROS, Marcos de Souza. **Tempo de Desenvolvimento e Oportunidades**. *In*: BARCELLOS, Marta. **Histórias do Mercado de Capitais no**

grande inflação e período de recessão econômica[95], quando se buscavam alternativas para o financiamento do processo de desenvolvimento nacional, até então atrelado ao modelo *"bank oriented"* (mercado de crédito bancário), emergindo, à época, com força o modelo *"market-oriented"* (mercado de investimentos), que originou, inclusive, a própria criação da Comissão de Valores Mobiliários, em 1976.

A realidade econômica, dinâmica e complexa, atropela as classificações teóricas. Como resultado dos processos de inovação financeira há inúmeras relações negociais que permeiam, concomitantemente, o mercado financeiro e mercado de valores mobiliários, por exemplo, em atividades securitárias[96], fundos de direitos creditórios[97] e operações com derivativos.[98]

Brasil: depoimentos inéditos de personalidades que marcaram a trajetória da bolsa de valores do país. Rio de Janeiro: Alta Books. 2018, p. 11.

[95] Em 1960 a inflação era alta. No final do governo Jucelino Kubitschek chegou a 40% ençao havia correção monetária. "*É nesse ambiente de instabilidade no mercado e agitação política que começam a surgir, entre os corretores, propostas de medidas que incentivassem o mercado de ações e lhe dessem estabilidade, assim como reformas nas leis que tratavam das sociedades anônimas e da organização das bolsas. A mudança na legislação, porém, só aconteceria no regime militar, instalado depois do golpe de 1º de abril de 1964." Ibid*, p. 13.

[96] BRASIL. MEDIDA PROVISÓRIA N.º 1.103 de 15 de março de 2022. Dispõe sobre a emissão de Letra de Risco de Seguro por meio de Sociedade Seguradora de Propósito Específico, as regras gerais aplicáveis à securitização de direitos creditórios e à emissão de Certificados de Recebíveis, e a flexibilização do requisito de instituição financeira para a prestação do serviço de escrituração e de custódia de valores mobiliários. Brasília, DF: Diário Oficial da União. 2022. A securitização fomenta a política nacional de ampliação à concessão de crédito de origem não bancária. As companhias securitizadoras são instituições não financeiras constituídas sob a forma de sociedade por ações, que têm por finalidade a aquisição de direitos creditórios, em geral, diretamente originados da indústria de agronegócios (art. 38 da Lei 11.076/2004), imobiliária, e das operações praticadas por empresas industriais, comerciais ou de serviços ("ativos empresariais"), com fluxo de recebimento futuro, materializadas em duplicatas, cheques pós-datados, recebíveis de cartões de crédito, contratos de aluguéis, contratos de fornecimento de mercadorias ou produtos, para entrega futura ou outros, com fundamento nas Leis n.ºs 6.474/76 (S.A.), 10.406/2002 (CCB), 9.718/98 (fiscal) Instruções Normativa e pronunciamentos da Secretaria da Receita Federal do Brasil e a emissão de Certificados de Recebíveis ou outros títulos e valores mobiliários representativos de operações de securitização.

[97] BRASIL. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. RESOLUÇÃO N.º 175 de 23 de dezembro de 2022. Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento, bem como sobre a prestação de serviços para os fundos, e revoga as normas que especifica. Brasília, DF: Diário Oficial da União. 2022.

[98] Nas palavras de Nelson Eizerik: *"A noção de derivativo não é jurídica, trata-se de termo traduzido literalmente do inglês ("derivative") de uso corrente na prática dos negócios desenvolvidos em mercado de futuro. Os derivativos são, genericamente, instrumentos financeiros cujo valor é derivado, resultante de outros instrumentos ou ativos financeiros, como a taxa de juros, índice de um mercado, contrato de opções, etc. Um derivativo constitui um contrato, ou mesmo dois contratos conexos, ou um título cujo valor deriva, é resultado do valor de determinado ativo financeiro."* EIZIRIK, Nelson. **Temas de Direito Societário**. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, p. 429.

Na tentativa de aproximação entre realidade e teoria, desenvolvem-se outras formas de classificação das atividades financeiras, inclusive, para fins regulatórios.[99]

1.4.3. Relevância do mercado de valores mobiliários.

Uma das frentes de estudo no âmbito das Ciências Econômicas é o desenvolvimento econômico, no qual se analisam estratégias de longo prazo voltadas ao crescimento econômico sustentável.

Sob a perspectiva das ciências econômicas, o crescimento econômico é caracterizado, nas palavras de Andrea Fernandes Andrezo como "*a expansão do Produto Nacional Bruto de um país, ou seja, é a expansão de sua capacidade de produção*",[100] associado, nas economias de mercado, ao crescimento dos fatores de produção (trabalho e capital) e ao processo tecnológico, viabilizando, em última análise, o aumento da renda e crescimento dos níveis de bem-estar social.

O desenvolvimento financeiro de um país refere-se ao crescimento qualitativo e quantitativo do sistema financeiro, ao crescimento econômico, à estabilidade financeira, à inclusão financeira e à eficiência dos mercados financeiro, de valores mobiliários, securitário e cambial. Assim, o desenvolvimento do sistema financeiro é uma parte importante do processo de desenvolvimento, juntamente com políticas econômicas, educação financeira, investimentos em infraestrutura, entre outros fatores.

---

[99] YAZBEK, citando a classificação de FABOZZI, MODIGLIANI e FERRI, descreve uma organização de mercados específicos, a partir das atividades, instrumentos e agentes envolvidos nas negociações. Assim, os mercados poderiam ser divididos: (i) A partir da natureza da negociação almejada, que pode ser de participação ou dívida; (ii) A partir do vencimento do instrumento financeiro, distinguindo o mercado de moeda (ao caracterizar obrigações de curto prazo e maior liquidez) em contraposição do mercado de capitais (para as obrigações de longo prazo e, em geral, menor liquidez); (iii) A partir do momento de negociação do instrumento financeiro, classificação que distingue o mercado primário (em que o investidor negocia diretamente com o emissor do título) do mercado secundário (em que o investidor negocia o título com outros investidores); (iv) A partir da entrega do ativo financeiro, podendo refletir contratos de execução imediata ou diferida, distinguindo as operações no mercado à vista, das operações no mercado à prazo (como no caso dos derivativos); (v) A partir da estrutura de organização típica de cada negociação, podendo diferenciar negociações em ambiente de bolsa de valores, das negociações em ambiente de balcão, destacando-se também nesta classificação, o papel dos intermediários em cada tipo de estrutura organizada. YAZBEK, Otávio. **Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais**. Rio de Janeiro: Elsevier. 2007, p. 134, em citação de FABOZZI, Frank J., MODIGLIANI, Franco, e FERRI, Michael G. Foundations of Financial Markets and Institutions. New Jaersey: Prentice Hall. 1998.

[100] ANDREZO, Andrea Fernandes; LIMA, Iran Siqueira. **Mercado Financeiro: aspectos históricos e conceituais**. 2 ed. São Paulo: Pioneira Thomson Learning. 2002, p.12.

Segundo Mailson da Nobrega, Gustavo Loyola, Ernesto Moreira Guedes Filho e Denise de Pasqual, existem três caminhos para associar poupança e investimento:

> 1. O autofinanciamento, em que as empresas geram internamente seus próprios recursos para investir, 2. O Governo, quando financia certas atividades usando a arrecadação de tributos ou a imposição de mecanismos compulsórios de poupança; 3. O financiamento via mercado financeiro e de capitais.

Os autores concluem que o autofinanciamento seria o método de financiamento mais simples, primitivo e limitado. O financiamento público é limitado, sujeito a distorções e envolve mecanismos impositivos, seja na captação, seja na aplicação dos recursos. O financiamento privado via mercado financeiro e de valores mobiliários mostra-se o mais eficiente.[101]

Foi realizada análise abrangente por Ross Levine e Ash Demirguç-Kunt sobre o crescimento econômico e o desenvolvimento do sistema financeiro, envolvendo dados de quarenta e oito países. Nos países de baixa renda e de pouco crescimento econômico predominam os bancos comerciais e os bancos centrais detentores de grande importância na participação dos ativos financeiros totais. A medida em que a economia cresce, o mercado de ações se desenvolve e se proliferam os intermediários financeiros especializados. Na medida em que a renda cresce, o sistema financeiro aloca mais crédito para o setor privado.[102]

O mercado de valores mobiliários integra o sistema financeiro e impulsiona o desenvolvimento financeiro de um país. A dinâmica do mercado de valores mobiliários possibilita a mobilização de recursos da poupança popular em direção às unidades produtivas, mostrando-se eficiente instrumento para possibilitar o crescimento econômico. Neste sentido, a dinâmica de financiamento direto da atividade econômica, a partir do direcionamento direto da poupança popular para o setor produtivo, via mercado de valores mobiliários, pode propiciar, em tese, e a partir de um funcionamento ótimo: 1. o crescimento de empresas com a injeção de capital mais barato em detrimento do empréstimo bancário, 2. Maior retorno financeiro aos investidores-poupadores vez que seriam remunerados na proporção do crescimento das empresas e; 3. o resultante

---

[101] NOBREGA, Mailson da, LOYOLA, Gustavo, GUEDES FILHO, Ernesto Moreira, PASQUAL, Denise de. **O mercado de capitais: sua importância para o desenvolvimento e os entraves em que se defronta o Brasil.** SÃO PAULO: Bovespa, 2000, p.14.

[102] LEVINE, Ross; DEMIRGUÇ-KUT, Ash. ***Stock Markets, corporate finance and economic growth***. The Word Bank Economic Review. V.10, maio. 1996, em: ANDREZO, Andrea Fernandes; LIMA, Iran Siqueira. Mercado Financeiro: aspectos históricos e conceituais. 2 ed. São Paulo: Pioneira Thomson Learning. 2002, p. 15.

crescimento do produto interno bruto do país, fato que pressionaria o desenvolvimento do próprio setor financeiro em uma relação de retroalimentação.[103]

A importância do desenvolvimento financeiro para o crescimento de um país foi o objeto de estudo do Nobel de economia Jonh Hicks, que, em 1969, associou o crescimento econômico com a Revolução Financeira. Jonh Hicks apresentou a ideia de que a Revolução Industrial precisou aguardar a Revolução Financeira para que esta propiciasse, via mercado de valores mobiliários, o financiamento aos projetos que demandavam capital intensivo e liquidez. Segundo Jonh Hicks, a maior parte das inovações da primeira fase da Revolução já haviam sido inventadas, mas careciam de grande volume de capital de longo prazo para sua implementação, o que apenas se fez possível a partir do desenvolvimento do sistema financeiro, com desempenho do mercado de valores mobiliários, capaz de agregar diversas poupanças individuais para garantia da liquidez dos investimentos.[104]

Demonstrou-se que a relação entre crescimento econômico e desenvolvimento financeiro é dialética. Na medida em que a economia cresce, o mercado de ações se desenvolve, pressionando a ampliação da estrutura de captação de recursos, com a profusão de profissionais especializados na intermediação da captação e aplicação dos recursos. Por outro lado, o crescimento da renda individualmente considerada, propicia maior potencial de acúmulo de poupança popular, gerando um volume maior de capital ocioso que pode ser alocado ao setor produtivo, seja via mercado de crédito, seja via mercado de valores mobiliários.

Em síntese, a partir do estudo de Jonh Hicks, inúmeros estudos apontam no sentido de que o desenvolvimento financeiro impulsiona o crescimento econômico e vice-versa, concluindo que o desenvolvimento financeiro, do qual faz parte o mercado de valores mobiliários, é importante para o crescimento econômico, e que a liberalização prudente do mercado financeiro e de valores mobiliários acelera o crescimento do país.[105]

---

[103] Em tese, quanto maior o rendimento das poupanças populares, maior seria o capital disponível para tornar a ser investido, aumentando o capital disponível para financiamento das empresas, que cresceriam com maior injeção de capital, pressionando um crescimento do próprio setor financeiro para intermediação de mais negociações de ativos entre investidores e empresas.

[104] HICKS, Jonh. *A theory of a economic history*. *Oxford, Claredon Press*., 1969, *In*: ANDREZO, Andrea Fernandes; LIMA, Iran Siqueira. **Mercado Financeiro: aspectos históricos e conceituais**. 2 ed. São Paulo: Pioneira Thomson Learning. 2002, p. 14.

[105] Neste sentido, David Lynch. ***Economic Grown and Financial sector development*.** CBMF Paper n.10. Australia: *Centre for studies in Money, Banking of Finance, Macquirie University*, dez, 1994, p. 1, 5 e 29.

Em termos técnicos, em relação ao desenvolvimento financeiro de um determinado país, o crescimento pode se verificar em duas direções: aprofundamento e alargamento do mercado. O primeiro refere-se ao incremento do volume de ativos financeiros, em quantidade de operações, enquanto o segundo refere-se ao volume de participantes do mercado e às modalidades de operações e instrumento possíveis[106].

Nas ciências econômicas, sustenta-se que o desenvolvimento financeiro é impulsionado por um aumento na demanda por recursos financeiros disponíveis para financiamento da atividade privada. Segundo Andrea Fernandes Andrezo: *"as instituições e serviços financeiros são criados a medida em que faltam recursos para atender ao impulso do investimento. Assim, o sistema financeiro acompanha o crescimento econômico"*[107], teoria denominada "*demand following":*

> *Demand Following"* implica que o sistema financeiro é essencialmente passivo em relação ao crescimento econômico. Há uma relação extremamente elástica: como consequência do crescimento econômico o mercado se desenvolve e se aperfeiçoa, surgindo oportunidades com maior liquidez e menor risco, o que, por sua vez, também estimula maior crescimento econômico.[108]

Segundo a teoria do "*demand following*" o crescimento econômico gera uma pressão mercadológica adicional por recursos financeiros (e, portanto, por serviços financeiros), levando ao crescimento do sistema financeiro. Neste sentido, a evolução do sistema financeiro (do qual integra o mercado de valores mobiliários) seria uma continuação do crescimento econômico.

Quanto mais íngreme o fluxo de crescimento econômico, os recursos internos disponíveis (lucros internos das companhias ou mesmo o recurso ao endividamento bancário) mostram-se insuficientes para financiar a expansão da economia em escala adequada, maior será, então, a demanda por investimentos de poupanças alheias, aumentando significativamente o volume de trabalho dos intermediários financeiros, ampliando a estrutura do mercado de valores mobiliários.

Fato interessante é que, em uma determinada sociedade, um setor pode apresentar, e geralmente apresenta, desenvolvimento mais rápido em detrimento de outros setores. Neste cenário, o mercado de valores mobiliários possibilita, além do

---

[106] ANDREZO, Andrea Fernandes; LIMA, Iran Siqueira. **Mercado Financeiro: aspectos históricos e conceituais.** 2 ed. São Paulo: Pioneira Thomson Learning. 2002, p. 13.
[107] *Ibid*, p. 17.
[108] *Ibid*, p. 18.

financiamento direto da economia, a transferência de poupanças entre os setores de mais rápido crescimento para os setores de menor crescimento, propiciando o desenvolvimento mais equilibrado de um país, na medida em que consegue alocar recursos dentro da economia de forma mais racional, eficaz e eficiente.

Como indicativo empírico do fenômeno do *demand following*, apontado pelas ciências econômicas, temos a constatação da escassa estrutura bancária e de mercado de valores mobiliários em países subdesenvolvidos, fato que poderia ser relacionado à ausência de demanda por serviços financeiros.

Considera-se que a trajetória natural e normal do crescimento do sistema financeiro resulta do *"demand following*", ou seja: do fato de que o crescimento econômico impulsiona uma demanda por um aprofundamento e alargamento[109] do sistema financeiro e, especificamente, do mercado de valores mobiliários.

No entanto, em muitos países pode-se observar fenômeno diverso, conhecido como: "*supply leading"*. Neste, o crescimento do sistema financeiro é fomentado por políticas e incentivos regulatórios estatais, cientes da importância do desenvolvimento do sistema financeiro para o crescimento econômico. Estimula-se o desenvolvimento de instrumentos financeiros, em situação prévia ao surgimento de demanda por capital, de modo a pressionar a geração de capital disponível para induzir o crescimento econômico.[110]

No modelo do "*supply leading"* o crescimento do sistema financeiro é impulsionado por política pública de incentivo econômico, como uma postura ativa para induzir o desenvolvimento econômico. A transferência de recursos de setores tradicionais para setores modernos tem o objetivo de estimular empreendimentos de inovação, por exemplo.

Todavia, o desenvolvimento do sistema financeiro via *supply leading* pode propiciar um crescimento insustentável, porque a partir de uma oferta de capital, é

---

[109] Em relação ao desenvolvimento financeiro, o crescimento pode se verificar em duas direções conceituadas como: aprofundamento e alargamento do mercado. O primeiro refere-se ao incremento do volume de ativos financeiros, em quantidade de operações, enquanto o conceito relacionado ao alargamento do mercado, refere-se ao volume de participantes do mercado e às modalidades de operações e instrumento possíveis. *Ibid*, p. 13.

[110] Segundo Andrea Fernandes Andrezo, o conceito de *supply leading* "*consiste na criação de instituição financeiras e no fornecimento de serviços financeiros, anteriormente ao surgimento da demanda, principalmente nos setores modernos, de modo a induzir o desenvolvimento econômico*." *Ibid*, p. 18.

possível que se obtenha um estímulo para que empresas e setores que não estão preparados para o crescimento, em termos de organização e de conhecimento, tomem crédito sem oferecimento de nenhuma contrapartida em termos de crescimento econômico. Defende-se, por isso, que o crescimento via *supply leading* seja seguido de um crescimento via *demand following*, substituindo o *supply leading* de forma gradual, em busca de um crescimento real e sustentável. Os dois fenômenos podem substituir simultânea e harmonicamente dentro de determinada economia.[111]

Em síntese, a partir de uma perspectiva economicista, o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários constitui importante engrenagem para o desenvolvimento financeiro, que, por sua vez, é relacionado diretamente ao crescimento econômico e sustentável de um país, na medida em que propicia uma melhor e mais eficiente alocação de recursos entre as unidades superavitárias (poupadores) e deficitárias (tomadores), possibilitando que políticas públicas possam influenciar na alocação de recursos na economia de forma mais eficiente e alinhada ao interesse público.[112]

Sob a perspectiva do empreendedor e do investidor, o mercado de valores mobiliários também assume especial importância, porque possibilita a opção do financiamento da atividade econômica via alocação eficiente de recursos entre o polo

---

[111] Cita Andrea Andrezo o seguinte exemplo de técnicas combinadas de *supply leading e demand following* em busca do desenvolvimento econômico e sustentável de um país: "*Um exemplo histórico dessa sequência é o Japão entre 1870 e a Primeira Guerra Mundial. No início, o sistema financeiro recebeu subsídios, que ajudaram a financiar tanto os setores tradicionais (agricultura, comércio, exportação) como as industrias modernas incipientes. Assim, o sistema financeiro japonês não apenas foi criado em virtude da moderna industrialização, mas também para prover fundos e talento empresarial, à base do Supply Leading. Por volta de 1890, a indústria de bens de consumo e têxtil passou à fase do Demand Following, porém a indústria de manufaturados continuou na fase do Supply Leading, até a Primeira Guerra Mundial, com financiamento do Governo*." *Ibid*, p. 19.

[112] Via mercado de valores mobiliários é possível que o Estado crie incentivos fiscais e administrativos para proporcionar a alocação eficiente de recursos provenientes da poupança popular, interna e externa, em setores estratégicos de interesse do Estado, como, por exemplo, via programas de investimento em construção de moradias para setores sociais de baixa renda, programas de investimentos em determinados setores de tecnologia e inovação, programas de investimento em setores de infraestrutura, em pesquisa, cultura, entre outros. Elevadas taxas de poupança e investimento podem propiciar desenvolvimento nacional sustentável. Confira: BRASIL. SECRETARIA DA RECEITA FEDERAL. Perguntas e Respostas Pessoa Jurídica 2023. "*Os investimentos isentos de imposto de renda são livres de tarifa no documento da Receita Federal, ou seja, o investimento em si não é tributado e os rendimentos recebidos não sofrem taxação. Em casos em que incidem os impostos, alguns investimentos chegam a pagar cerca de 22,5% de alíquota do IR. Esses custos diminuem a rentabilidade real do investimento. Atualmente, poupança; debêntures incentivadas; fundos imobiliários; capitalização de ações; Certificado de Recebíveis do Imobiliário (CRI) e Certificado de Recebíveis do Agronegócio (CRA); Letras de Crédito do Agronegócio (LCA) e Letras de Crédito Imobiliário (LCI)*". Disponível em: https://www.gov.br/receitafederal/pt-br/assuntos/orientacao-tributaria/declaracoes-e-demonstrativos/ecf/perguntas-e-respostas-pj-2023.pdf. Acesso em: 5 de dez. de 2023.

superavitário e o polo deficitário, propiciando, a um só tempo: eficiente remuneração do investimento para o investidor e opção de capital mais barato para o empreendedor, ainda que em um ambiente essencialmente de risco.

Sob a perspectiva do Estado Democrático de Direito brasileiro, o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários é instrumento para o desenvolvimento justo, equilibrado e sustentável do sistema financeiro e, portanto, para o crescimento sustentável do país, à luz dos artigos 1º, 3º, 5º, 21, 163, 170, 174, 192, 200, 215, 216-A, 219 da Constituição Federal.

Se o mercado de valores mobiliários é capaz de proporcionar desenvolvimento do sistema financeiro, via potencialização do crescimento das unidades produtivas, direcionamento de investimento a determinados setores estratégicos da economia, ocasionando crescimento do produto interno bruto, além de representar uma alternativa eficiente para a remuneração da poupança popular, resta ao Estado alinhar os resultados positivos resultantes da dinâmica eficiente do mercado de valores mobiliários ao desenvolvimento nacional sustentável, objetivo do Estado Democrático de Direito.

Deve o Estado direcionar políticas públicas e técnicas regulatórias para que o mercado de valores mobiliários seja um instrumento para consecução do desenvolvimento nacional sustentável, parametrizando valores como: livre iniciativa, valorização do trabalho, meio ambiente, cultura, tecnologia, justiça social, entre outros e, em contrapartida, seja capaz de coibir as deficiências típicas de mercado, evitar o mal funcionamento prejudicial aos investidores, coibir a prática de fraudes perpetradas por emissores, intermediadores, distribuidores e influenciadores atuantes no mercado valores mobiliários.

Entre as vantagens resultantes de se estimular o desenvolvimento do sistema financeiro, especialmente, do mercado de valores mobiliários, a partir de uma política pública de incentivos, destacam-se: (i) desenvolvimento equilibrado nacional: a ampliação da intermediação financeira, possibilita a ampliação do nível de poupança e, portanto, de investimentos, reduzindo também a destinação de poupanças para ativos não produtivos e de reservas, podendo o Estado redireciona-los para setores estratégicos dentro de um plano de desenvolvimento equilibrado, via incentivos fiscais e administrativos; (ii) inclusão social: a ampliação da intermediação financeira impulsiona o ingresso de novos investidores, o que pressiona paralelamente uma demanda pela

ampliação, em termos qualitativos e quantitativos, de programas de educação financeira, gera consciência e autonomia financeira; (iii) governança corporativa no setor privado: a regulação do setor de mercado de valores mobiliários, visando a proteção do investidor, exige que as empresa que tenham suas ações subscritas no mercado acionário sejam mais bem administradas, adotem mecanismos de governança, fiscalização, publicidade e transparência, tornando o setor empresário mais competitivo e mais bem gerido; (iv) acesso à alternativas de financiamento para o setor privado: o acesso ao mercado de ações permite ao setor produtivo alternativas de financiamento, além do capital dos seus proprietários e do endividamento bancário, tornando mais acessível e pulverizadas as alternativas de financiamento; (v) alocação de recursos na economia de forma mais eficiente: a ampla gama de instrumentos financeiros permite uma avaliação racional das oportunidades de investimento e o capital pode se dirigir às oportunidades de máxima produtividade, o que incrementa a alocação de recursos com maior eficiência; (vi) incremento de opções de investimento para o poupador, estímulo à poupança individual: há maior número de opções de investimentos, conferindo diferentes formas de rentabilidade e de alocação de riscos para os poupadores; e (vii) evitar evasão de tributos e surgimento de mercados paralelos: a existência de políticas e regras favoráveis ao desenvolvimento financeiro e à obtenção de financiamento tendem a evitar mercados paralelos com alto risco e evasão de tributos. [113]

Historicamente, no Brasil, a regulação dos mercados financeiro e de valores mobiliários antecede o período de privatizações da década de 1990 e não tem como mote central a redefinição do papel do Estado nas atividades econômicas.

Desde a grande reformulação do sistema financeiro nacional, em meados da década de 1960, percebe-se intenção dos sucessivos governos de estímulo ao desenvolvimento do mercado financeiro e de valores mobiliários, como instrumento para contenção de processos inflacionários e propulsor do crescimento econômico nacional,[114]

---

[113] Nas palavras de Sebastião Marcos Vital e Walter L Ness Jr: "*A criação de mercados fora dos institucionais representa um "vazamento" que tende a deprimir o nível de operações dos mercados organizados e sua eficiência. E essa distorção é, na maioria das vezes, oriunda de regras rígidas e irrealistas do governo no que tange à taxa de juros. Tabelamentos tendentes a fixar qualquer preço abaixo do que vigoraria livremente no mercado levam, inexoravelmente, a "mercados paralelos*". VITAL, Sebastião Marcos; e. Ness JR, Walter L. O progresso do mercado brasileiro de capitais uma avaliação crítica. Revista de Administração de Empresas, vol. 13. n. 1. Rio de Janeiro, jan.-mar. 1973, p. 7-17.

[114] No contexto do regime autoritário pós 1964, "*após a posse do novo governo definiram-se imediatas políticas monetárias e fiscais para a contenção da inflação e para o desenvolvimento dos mercados financeiro e de capitais brasileiro, numa profundíssima fase de mudanças que alterou o Sistema Financeiro Nacional, reconfigurando-o em moldes que permanecem até hoje, destacando-se, nesse sentido, as*

seja via financiamento do setor produtivo e tecnológico, seja via financiamento de políticas de habitação,[115] obtendo, por vezes, como resultado, o crescimento econômico significativo.[116]

Movimentos de alteração do arcabouço normativo relacionados ao mercado de valores mobiliários se perceberam contextualizados em momentos de crise econômica e ausência de crescimento do produto interno bruto brasileiro[117], associados à

---

mencionadas Leis n. 4.595/1964 e 7.728/65, criando-se o Conselho Monetário do Brasil." ARAUJO, Danilo Borges dos Santos de. Mercado de Capitais: Definição, Funções, Objetivos Históricos da Regulação Brasileira. *In:* ARAUJO, Danilo Borges dos Santos de. **Regulação Brasileira do Mercado de Capitais.** São Paulo: Saraiva. 2015, p. 33-34.

[115] RESENDE, André Lara. Estabilização e Reforma: 1964-1967. *In:* ABREU, Marcelo de Paiva. **A Ordem do Progresso. Cem anos de Política Econômica Republicana, 1889-1989**. Rio de Janeiro: Campus 1990. 1990, p. 213-231.

[116] Segundo Danilo Borges dos Santos de Araújo: "*Esse conjunto institucional e legal formatado na segunda metade da década de 1960 resultou num aumento considerável do número de companhias com ações registradas e negociadas na bolsa de valores, e o respetivo volume de negócios com ações também aumentou bastante. Não coincidentemente, o quadro, no final da década de 1960 era já de alta recuperação da economia, que passara a crescer a taxas altíssimas, caracterizando-se o início do assim chamado milagre econômico brasileiro. Até 1973, o alto crescimento se deu em grande parte por causa das reformas realizadas no período anterior e das condições internacionais favoráveis.*" ARAUJO, Danilo Borges dos Santos de. Mercado de Capitais: Definição, Funções, Objetivos Históricos da Regulação Brasileira. *In:* ARAUJO, Danilo Borges dos Santos de. **Regulação Brasileira do Mercado de Capitais.** São Paulo: Saraiva. 2015, p. 35. No mesmo sentido apontam Sebastião Marcos Vital e Walter L Ness Jr. "*O Brasil experimentou, na primeira metade dos anos 60, uma das mais turbulentas fases de sua história econômica, política e social no presente século. O produto real per capita depois de elevadas taxas de crescimento em 1961, mostrou tendência decrescente, acusando variações negativas em 1963 e 1965, e nula em 1964. A nova ordem implantada em 1964 propiciou uma série de medidas saneadoras em todos os setores da atividade econômica, plantando as bases para o crescimento acelerado que se vem observando desde 1968, com taxas nunca inferiores a 9 % a.a. As mudanças que propiciaram as condições necessárias ao progresso atual foram de várias ordens, mas merecem destaque as relacionadas com os mercados monetários e de capitais. A criação do Banco Central, a instituição da correção monetária e a lei de mercado de capitais (lei n.º 4.728 de 1965) são marcos básicos de uma nova fase."* VITAL, Sebastião Marcos; e. Ness JR, Walter L. O progresso do mercado brasileiro de capitais uma avaliação crítica. Revista de Administração de Empresas, vol. 13. n. 1. Rio de Janeiro, jan.-mar. 1973. p. 7-17.

[117] No final do governo de Jucelino Kubistchek, em 1960, a inflação era de 40% sem existência de correção monetária. "*É nesse ambiente de instabilidade no mercado e agitação política que começam a surgir, entre os corretores, propostas de medidas que incentivassem o mercado de ações e lhe dessem estabilidade, assim como reformas nas leis que tratavam das sociedades anônimas e da organização das bolsas. A mudança na legislação, porém só aconteceria no regime militar, instalado depois do golpe em 1º de abril de 1964*." BARROS, Marcos de Souza. Tempo de Desenvolvimento e Oportunidades. *In*: BARCELLOS, Marta. **Histórias do Mercado de Capitais no Brasil: depoimentos inéditos de personalidades que marcaram a trajetória da bolsa de valores do país.** Rio de Janeiro: Alta Books. 2018, p. 13. A década de 1980 e os primeiros anos da década de 1990 foram marcados por uma série de planos econômicos que buscavam conter o processo inflacionário brasileiro. A década de 1980 foi marcada pela estagnação do nível de atividade, por profundos desequilíbrios econômicos e pela hiper-inflação, e o fracasso de uma sequencia de planos de estabilização – cinco planos em cinco anos – contribuiu para aumentar a instabilidade da economia. PINHEIRO, Armando Castelar; GIAMBIAGI, Fabio; GOSTKORZEWICZ, Joana. O Desempenho Macroeconômico do Brasil nos Anos 90. *In:* GIAMBIAGI, Fabio**;** MOREIRA, Mauricio Mesquita**. A Economia Brasileira nos anos 90**. Rio de Janeiro: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social. 1999, pp. 14-17. Disponível em: https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/2972/1/1999_A%20economia%20brasileira%20nos%20anos%2090_P.pdf. Acesso em: 20 de set. de 2023. Na década de 1980, houve edição de normativa infraordinária sobre derivativos, f*actoring*, clubes de investimento e investimentos externos, criação do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (CRSFN), criação da Central de Custódia e de

períodos de baixa oferta de capital para financiamento do setor produtivo, de inovação e relacionado ao desenvolvimento necessário de políticas de habitação.

A via do *supply leading* é positiva se utilizada de forma complementar com a estratégia da *demand following*. Assegura-se um processo organizado no qual se justifica o subsídio normativo e regulatório de fomento (*supply leading*) direcionado, principalmente, aos setores inovadores da economia, para indução e estímulo do crescimento, substituído gradualmente pela estratégia do *demand following* a partir da verificação do crescimento econômico e real.

Se é certo que o mercado de valores mobiliários pode ser utilizado para consecução dos objetivos do Estado Democrático de Direito com vistas ao desenvolvimento equilibrado e sustentável nacional, pode, por outro lado, ser utilizado para consecução de objetivos passageiros de determinados governos, em situações pontuais de falta de liquidez, estagnação econômica e recessão, pressionando o escoamento de recursos da poupança popular, por exemplo, para setores da economia que não estão preparados para o crescimento econômico por que não apresentam estruturas mínimas necessárias de gestão e governança corporativa, situação em que o investimento não é seguido de crescimento econômico e o investidor é lesado, gerando efeitos nefastos para a credibilidade do mercado de valores mobiliários.[118]

Liquidação Financeira de Títulos (CETIP), criação do Regime de Administração Especial Temporária (RAET), promulgação da Lei n.º 7.492/86 para combate a crimes contra o Sistema Financeiro Nacional, inclusão de um capítulo exclusivo para o Sistema Financeiro Nacional da Constituição Federal de 1988, dentro do título reservado à Ordem Econômica e Financeira, cujo art. 192 determinou que o Sistema Financeiro Nacional será "*estruturado de forma a promover o desenvolvimento equilibrado do País e a servir aos interesses da coletividade, em todas as partes que a compõem*." BRASIL. Constituição da República Federativa do Brasil de 1988. Brasília, DF: Presidência da República. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm. Acesso em: 25 de out. de 2023.

[118] Segundo Danilo Borges dos Santos de Araújo: *"Desde o final da década de 1.960, houvera uma corrida às bolsas de valores brasileiras, até caracterizar o assim chamado boom das bolsas de valores em 1.971, pois nunca as companhias e os investidores brasileiros haviam se interessado tanto pelo mercado acionário como nesse ano. Mas, em julho de 1.971, os preços das ações começaram a cair vertiginosamente, provocando uma forte queda nos volumes dos negócios e gerando uma fase depressiva no mercado financeiro, que durou alguns anos, caracterizada pelo desaparecimento dos investidores pela fuga dos investidores do mercado acionário e pelo aumento do nível de endividamento das empresas"* ARAUJO, Danilo Borges dos Santos de. Mercado de Capitais: Definição, Funções, Objetivos Históricos da Regulação Brasileira. *In*: ARAUJO, Danilo Borges dos Santos de. **Regulação Brasileira do Mercado de Capitais**. São Paulo: Saraiva. 2015, p. 35. Segundo Sebastião Marcos Vital e Walter L Ness Junior, "*Esse abrupto crescimento do nível das transações, extremamente saudável do ponto de vista da liquidez, trouxe em seu bojo elementos indesejáveis e até mesmo perniciosos ao futuro desenvolvimento do mercado. Assim, a maioria dos investidores leigos passou a considerar os investimentos em Bolsa como uma roleta, onde apenas o azar predomina. As considerações técnicas foram deixadas de lado, observando-se entradas maciças de novos investidores no mercado, sem os conhecimentos mínimos adquiridos. Apartamentos, casas, automóveis e outros bens foram vendidos e os recursos aplicados nas bolsas na ânsia de lucros fáceis. Um clima de euforia tomou conta das transações. A relação preço/lucro para uma amostra de 33*

Uma política voltada para o alargamento e aprofundamento do mercado de valores mobiliários, sem necessária estrutura normativa e regulatória subjacente, acaba apresentando efeitos nefastos para o mercado, para os investidores e para o Estado, via, por exemplo, ausência de monitoramento, supervisão e fiscalização adequada de intermediários financeiros, fundos de investimento, carteiras administradas, gestores, entre outros.

1.5. Regulação do mercado de valores mobiliários

Apresentam-se a seguir as finalidades da regulação do mercado de valores mobiliários destinadas a mitigar as deficiências de mercado com o objetivo de tratar das espécies de regulação setorial: regulação de condutas, regulação sistêmica e regulação prudencial.

1.5.1. Finalidades:

Como parte integrante do Sistema Financeiro Nacional, de instrumento de consecução de políticas públicas e conforme Art. 192 da Constituição Federal, a finalidade da regulação financeira é a de "*promover o desenvolvimento equilibrado do País e a servir aos interesses da coletividade"*[119], fazendo cumprir políticas setoriais aprovadas compatíveis com a justiça social, incentivo de exploração de atividades estratégicas como: inovação e tecnologia,[120] cultura, meio ambiente, educação, etc.

---

ações (das mais transacionadas) atingiu, em junho de 1971, o elevado nível de 30; em países desenvolvidos poucas vezes o citado indicador superou 20. Quando o mercado começou a se acomodar aos devidos níveis, observou-se o comum nessas ocasiões: desespero e pesadas perdas dos últimos a chegarem às bolsas e, na maioria das vezes, pequenos investidores. Em junho de 1972, a relação preço/lucro das ações das mesmas 33 firmas reduzira-se 13,3. O efeito de tais experiências, de modo geral, é tornar o pequeno investidor avesso às operações em bolsa, comprometendo o futuro desenvolvimento do mercado". VITAL, Sebastião Marcos; e. Ness JR, Walter L. O progresso do mercado brasileiro de capitais uma avaliação crítica. Revista de Administração de Empresas, vol. 13. n. 1. Rio de Janeiro, jan.-mar. 1973. p. 7-17.

[119] Confira o Art. 192 da Constituição Federal. Art. 192. "*O sistema financeiro nacional, estruturado de forma a promover o desenvolvimento equilibrado do País e a servir aos interesses da coletividade, em todas as partes que o compõem, abrangendo as cooperativas de crédito, será regulado por leis complementares que disporão, inclusive, sobre a participação do capital estrangeiro nas instituições que o integram."* BRASIL. Constituição da República Federativa do Brasil de 1988. Brasília, DF: Presidência da República. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm. Acesso em: 25 de out. de 2023.

[120] A Lei de Liberdade Econômico introduziu no Direito Brasileiro, no artigo 3º, inciso VII, a possibilidade de concessão de uma espécie de imunidade burocrática para inovação na atividade econômica privada, os denominados "*sandboxes*" ou "banco de testes", com a finalidade de estimular a atuação dos agentes privados e públicos em setores de inovação e tecnologia, garantindo intervenção subsidiária e excepcional do Estado nestes casos. Nas palavras de Vinícius Marques de Carvalho, a essência dos s*andboxes "...consiste em simplificar determinadas regras do jogo para que se possa haver controle e certeza quanto a eventual descumprimento de regulação estatal pré-existente"... e continua: ..."opção muito atraente e de*

A regulação da atividade econômica importa o estabelecimento de limites à ação dos agentes econômicos que inexistem se o mercado é livre. A regulação consiste na construção, elaboração e aplicação de conjunto de regras que limitam e/ou conformam a ação dos agentes econômicos, dos profissionais e consumidores, cuja execução fundamenta-se no poder de coerção estatal.[121]

A regulação incidente sobre a atividade econômica é marcada por algumas peculiaridades relacionadas aos objetivos tradicionais apontados a justifica-la: (i) deficiências concorrenciais: que objetiva o controle de posições de poder do mercado que violem a eficiência do mercado; (ii) deficiências oriundas das externalidades que decorram da exploração das atividades financeiras, e (iii) deficiências decorrentes de assimetria informacional, resultado da disparidade do acesso às informações e conhecimento sobre o mercado, produtos e serviços financeiros entre os investidores, intermediários e produtores de bens e serviços financeiros[122].

Segundo Otávio Yazbek, no âmbito da regulação do mercado de valores mobiliários e do mercado financeiro destacam-se os vícios de mercado: a) externalidades, com ênfase na preocupação com o risco sistêmico oriundas especialmente das atividades de natureza típica bancária e b) deficiência de assimetrias informacionais com foco na proteção do investidor, na eficiência de alocação de recursos, no incremento da competitividade e na necessária manutenção da confiança no sistema financeiro e na integridade das respectivas instituições. As espécies específicas de assimetrias informacionais aferidas no mercado de valores mobiliários são: a seleção adversa, a relação de agência e a *moral hazard*, como melhor tratadas a seguir.[123]

---

baixo custo para testar produtos, serviços, soluções tecnológicas inovadores em um ambiente controlado". CARVALHO, Vinícius Marques de. **Lei de Liberdade Econômica e seus impactos no Direito Brasileiro: regulação de *sandboxes*.** *In*: SALOMÃO, Luis Felipe, CUEVA, Ricardo Villas Boas, FRAZÃO, Ana. Lei de Liberdade Econômica e seus impactos no Direito Brasileiro. São Paulo: Reuters Thomson, 2020, p. 414.

[121] ARMANDO CASTELAR PINHEIRO, JAIRO SADDI. **Direito, Economia e Mercados**. Rio de Janeiro: Elsevier. 2005, p.254.

[122] GOODHART, Charles A. E. e SCHOEENMARKER, Dirk. ***Institucional Separation between Supervisory and Monetary Agencies.*** Cambridge: The MIT Press. 1995, p. 218. No mesmo sentido: Lewellyn, para quem os três principais objetivos da regulação financeira são: (1) to sustain systemic stability, (2) to maintain the safety and soundness of financial institutions, and (3) to protect the consumer. LLEWELLYN, David. The Economic Rational for Financial Regulation. FSA Occasional Paper. 1999. Disponível em: https://www.fep.up.pt/disciplinas/pgaf924/PGAF/Texto_2_David_Llewellyn.pdf. Acesso em 17 de março de 2023.

[123] YAZBEK, Otávio. **Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais**. Rio de Janeiro: Elsevier. 2007, p. 186.

Nas palavras de Nelson Eizerik, os objetivos da regulação sobre o mercado de valores mobiliários orientam-se pelo interesse público e *"são os seguintes: proteger os investidores, promover eficiência no mercado, criar e manter instituições confiáveis e competitivas, evitar a concentração de poder econômico; e impedir a criação de situações de conflito de interesse."*[124]

1.5.1.1.Externalidades: risco sistêmico.

A externalidade, como vimos no Capítulo 1.3.2., constitui uma modalidade de deficiência de mercado representada pela existência de fatores não relevados pelo produtor ou prestador de serviços decorrentes do processo de exploração da atividade econômica que causam prejuízos ou impõem ônus à terceiros que não participaram ou anuíram com o processo de produção e tampouco se beneficiaram de seus resultados, representando uma transferência indevida de custos à terceiros, inerentes à exploração de atividade econômica privada. Através da regulação, os custos destes prejuízos deverão ser suportados pelo explorador da atividade econômica e incorporados na cadeia de produção, influenciando na formação do preço final do produto ou serviços prestados ou em outras decisões do explorador.

A existência de externalidades na exploração de atividade financeira pode atingir a estabilidade de todo o sistema financeiro e de toda a economia, em razão da íntima conexão das atividades financeiras próprias do mercado de valores mobiliários com as atividades bancárias, responsáveis pela intermediação financeira e pela liquidação de créditos. Assim, sobre as externalidades possíveis no sistema financeiro, ganha destaque o papel central exercido pelas instituições financeiras.[125]

As instituições financeiras desempenham papel central nas economias modernas como fonte provedora de diversos serviços de concessão de crédito, na função de investimentos, na qualidade de operadores do sistema de pagamentos (movimentação de valores na economia) e como administradores de grande volume de capital de

---

[124] EIZERIK, Nelson; GAAL, Ariadna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus F. **Mercado de Capitais: regime jurídico**. 4ª ed. São Paulo: Quartier Latin. 2019, p. 51.

[125] Ana Ribeiro Rosa *Mendonça: "Instituições bancárias, são em conjunto com a Autoridade Monetária, participantes do sistema monetário, receptoras e criadoras de depósitos à vista, instrumentos plenamente líquidos. Operam alavancadas, ou seja, suas posições ativas e passivas são mais elevadas no que o capital próprio, e, em geral, são transformadoras de prazos – os prazos das operações das operações do passivo são mais curtos do que os do ativo."* MENDONÇA, Ana Ribeiro Rosa. Regulação prudencial e redes de proteção, transformações recentes no Brasil. *In:* MENDONÇA, Ana Rosa Ribeiro de; ANDRADE, Rogério P. de. **Regulação Bancária e Dinâmica Financeira: evolução e perspectiva a partir dos Acordos de Basiléia**. Campinas, SP: Unicamp. 2006, p. 361.

terceiros.[126] Um sistema bancário sólido e eficiente é fator crucial para o desenvolvimento econômico de um país e para estruturação de um sistema de regulação financeira eficaz.

Uma crise que afete a capacidade de liquidez bancária, ou seja, a capacidade da instituição financeira cumprir com suas obrigações a curto prazo, como pagar depositantes que desejem retirar seus fundos ou efetuar pagamentos, pode ocasionar imediatamente: 1. "corrida bancária"[127]: fenômeno em que, ante a notícia da ausência de liquidez de uma determinada instituição financeira, milhares de depositantes tentam simultaneamente retirar seus fundos, temendo que a instituição financeira possa não honrar com os pagamentos, podendo agravar a situação de liquidez bancária e, inclusive, ocasionar a sua insolvência ou contaminar outras instituições financeiras; 2. colapso bancário: hipótese em que várias instituições financeiras enfrentarem uma crise de liquidez bancária (que pode decorrer de "corrida bancária"), podendo ocasionar um colapso generalizado no sistema bancário, causando uma crise sistêmica que afete toda a economia; 3. restrição de crédito: a ausência de liquidez nas instituições financeiras dificulta a concessão de empréstimos a consumidores e ao setor econômico, podendo resultar em diminuição de investimentos, de consumo e recessão econômica; 4. perda de confiança: a falta de liquidez das instituições financeiras gera perda de confiança de depositantes e investidores, podendo ocasionar ausência de investimentos e de fluxo de capital na economia, gerando recessão econômica; 5. impacto na estabilidade financeira: a falta de liquidez das instituições financeiras pode minar a estabilidade financeira da economia tornando-a vulnerável a recessões, aumentando a recessão econômica; 6. impacto social: a falta de liquidez das instituições financeiras pode gerar impacto significativo na vida das pessoas e das empresas, gerando recessão econômica, desemprego, falências empresariais e dificuldades financeiras generalizadas.

Na qualidade de fonte provedora de crédito, os bancos recebem diariamente enormes volumes de capital das unidades superavitárias (poupadores), sob a forma de depósitos, tornando-se diretamente responsáveis pela gestão deste capital e sendo, inclusive, remunerados por esses serviços, para, em seguida, emprestá-los às

---

[126] *Ibid*, p. 361.

[127] Corrida bancária ou "*bank runs*" é um fenômeno, que segundo Julya Sottp Mayor Wellisch, tem como causa a eventual perda de confiança ou mesmo simples abalo de confiança dos depositantes que os leva a testarem a capacidade do banco ao resgatar simultaneamente os depósitos. WELLISH, Julya Sotto Mayor. **Mercado de Capitais, fundamentos e desafios**. São Paulo: Quartier Latin. 2018, p. 44.

unidades deficitárias (tomadores), em relações negociais creditícias diversas[128]. Na maior parte das vezes, o passivo de um banco é exigido à vista ou em curto prazo, enquanto o ativo apenas será recebido em data futura, a depender dos negócios de crédito que tiver se comprometido.

A operação bancária de crédito pressupõe que a estrutura patrimonial das instituições financeiras possa responder às inúmeras possibilidades de descasamento entre liquidez de ativos e dos passivos (entre a quantidade de depósitos e resgates), devendo abranger mecanismos de endividamento em parâmetros aceitáveis e contornáveis para se evitar um colapso.[129]

Em caso de corrida bancária, por exemplo, seja por qualquer motivo (em geral, decorrente de crise de confiança), o banco deve responder às demandas de liquidez de seus investidores (pedidos de resgate), hipótese em que precisará negociar seus títulos de médio e longo prazo no mercado secundário de valores mobiliários e em condições adversas de negociação, situação que pode acarretar, inclusive, a insolvência da instituição, pois haverá diminuição substancial de seu patrimônio.[130]

Eventual crise no sistema financeiro, gera reflexos imediatos na economia, porque as empresas não financeiras, assim como os indivíduos, mantém suas economias depositadas em bancos reconhecidos como sólidos no cenário social. Em caso de incerteza quanto à solvência de bancos, os clientes retiram prontamente seus recursos depositados à vista, o que se denomina de "*corrida bancária*"[131], que, nada mais é do que

---

[128] Ana Ribeiro Rosa Mendonça define contratos bancários como: "*Contratos bancários são transações que envolvem obrigações e direitos a serem exercidos em data futura e, desta forma, o valor dos contratos depende da confiança de que este será efetivado*". MENDONÇA, Ana Ribeiro Rosa. Regulação prudencial e redes de proteção, transformações recentes no Brasil. *In:* MENDONÇA, Ana Rosa Ribeiro de; ANDRADE, Rogério P. de. **Regulação Bancária e Dinâmica Financeira: evolução e perspectiva a partir dos Acordos de Basiléia**. Campinas, SP: Unicamp. 2006, p. 361.

[129] O esquema apresentado acima abrange apenas operações bancárias típicas de crédito e depósito (principal atividade dos bancos comerciais), mas não a totalidade de negócios e das posições assumidas pelos bancos, em especial, em outros mercados, decorrentes, por exemplo, de operações entre bancos e securitizadoras (que aumentam significativamente no Brasil, mormente após a edição da Lei n.º 14.430/2022, que representa o marco regulatório de operações de securitização). Os créditos vincendos de que os bancos dispõem, que não são negociáveis no mercado secundário – pois integram relações mais amplas, e *intuito personae*), são vendidos às securitizadoras, que pagam um valor à vistas aos bancos, e após o processo de securitização, transforma a dívida em títulos, que são vendidos a investidores e negociados no mercado de valores mobiliários.

[130] YAZBEK, Otávio. **Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais**. Rio de Janeiro: Elsevier. 2007, p. 187.

[131] Para Ana Ribeiro Rosa Mendonça, "*...quebras de confiança dos agentes em determinada instituição podem ocasionar movimentos adversos do público depositante – de retirada de depósitos não só na instituição em questão como também de outras instituições, dada a lógica do "Fisrt come firts served"- o que pode problematizar a relação de ativos/passivos, mesmo que estas contas sejam equilibradas. Assim,*

a possibilidade de retirada maciça e imediata de capital investido pelos depositantes, podendo gerar uma crise de liquidez e até à insolvência da instituição financeira e de outras instituições financeiras.

Também no exercício do papel central no sistema de pagamentos, ao propiciar a movimentação rápida e dinâmica de valores dentro de uma economia, as instituições financeiras são responsáveis por uma enorme quantidade de volume de capital e pelo pagamento e liquidação das transações negociais no cenário econômico a curtíssimo prazo.

Tal atuação ganha relevância quando são considerados: (i) o elevado grau de integração entre as atividades financeiras na atualidade, (ii) o grande número de movimentações financeiras cotidianas e (iii) as necessidades de caixa das instituições em um dia. Neste cenário, é perceptível que qualquer atraso ou inadimplemento é capaz de impulsionar uma crise de liquidez no sistema interbancário e gerar a impossibilidade de cumprimento de obrigações perante terceiros, espraiando-se imediatamente uma crise para toda a economia.[132] Assim, os riscos de crédito e/ou de liquidez apresentam dimensão sistêmica no sistema financeiro, na medida em que uma falha isolada é capaz de gerar uma crise sistêmica.

A dimensão sistêmica revela-se quando a partir de uma falha em um ponto específico no sistema bancário, ocorrem reflexos para todo o sistema financeiro e setores

---

movimentos de contágio podem ser gerados, até mesmo a partir de instituições equilibradas, e podem ocasionar problemas sistêmicos. E problemas de liquidez/solvência no sistema bancário podem transbordar para todo ou parte do sistema, dada a sua importância na operacionalidade do sistema de pagamentos e recebimentos, assim como nas operações de crédito, novas ou de refinanciamento." MENDONÇA, Ana Ribeiro Rosa. Regulação prudencial e redes de proteção, transformações recentes no Brasil. *In:* MENDONÇA, Ana Rosa Ribeiro de; ANDRADE, Rogério P. de. **Regulação Bancária e Dinâmica Financeira: evolução e perspectiva a partir dos Acordos de Basiléia**. Campinas, SP: Unicamp. 2006, p. 361-362.

[132] Julia Sotto Mayor Wellish, sobre a posição central dos bancos na análise do risco sistêmico afirma: "*Especificamente do ponto de vista da regulação bancária, o que torna o problema ainda mais delicado é a questão atinente a própria estrutura patrimonial dos bancos, a qual, sem dúvida, traz ínsita uma série de outros riscos específicos, potencialmente agravados pelo fato de a atividade bancária não se limitar à mera intermediação financeira, mas também ao fenômeno que se conhece como "multiplicação dos meios de pagamento". "... os bancos reservam apenas uma parte dos recursos recebidos em depósitos para fins de atendimento das solicitações ordinárias de resgate (o que é tecnicamente denominado de encaixe), destinando o restante a diferentes modalidades de empréstimo... que serão convertidos em novos depósitos em bancos que, deduzidos dos respectivo encaixe, retornarão ao mercado sob a forma de novos empréstimos, acarretando, assim, a mencionada multiplicação dos meios de pagamento ou "criação de moeda"... O sistema bancário amplia, assim, o estoque de moeda, o que decorre, como resume Sztajan, de o sistema operar nas duas pontas da intermediação: recebendo depósitos em moeda e concedendo crédito igualmente em moeda."* WELLISH, Julia Sotto Mayor. **Mercado de Capitais, fundamentos e desafios.** São Paulo: Quartier Latim: 2018, p. 46-47.

não financeiros, espraiando efeitos para toda a economia.[133] Neste sentido, Julia Sotto Mayor Wellish define como "*crucial função desempenhada pelos bancos no âmbito do sistema de pagamentos e no próprio oferecimento de crédito, que lubrifica a engrenagem da economia real."*[134] Isto justifica a necessidade de intensa regulação estatal, para evitar ou mitigar os efeitos perversos de riscos sistêmicos[135] gerados a partir identificação de externalidades que repercutem no sistema financeiro, irradiando possíveis efeitos sobre s economia e a sociedade.

Sobre o potencial risco sistêmico oriundo do exercício das funções centrais de provedor de crédito, de liquidação de pagamentos e de tomador de créditos exercidos pelas instituições financeiras, é preciso destacar o risco decorrente da tendência crescente, incentivada por políticas públicas, de impulsionar o mercado nacional de crédito via captação de recursos direto entre depositário e tomador no âmbito do mercado de valores mobiliários[136], fenômeno denominado de desintermediação bancária.

Se as operações de provimento de crédito são alocadas para outros atores não regulados pelo Banco Central, porque não constituem instituição bancária e não se sujeitam à regulação bancária, é adequado inclui-los no monitoramento de possíveis riscos sistêmicos decorrentes de operações de crédito, pois podem apresentar situações de alto grau de exposição, alavancagem excessiva ou mesmo relacionamento muito

---

[133] Ressalta Julia Sotto Mayor Wellish que a atividade bancária também se sujeita ao risco de mercado, relacionada à volatilidade dos preços dos ativos financeiros (mercado de ações, juros, commodities, câmbio), risco potencializado pela contínua internacionalização e interligação entre os mercados e deriva das crescente complexificação das operações financeiras, como os derivativos e os processos de securitização. *Ibid*, p. 48.

[134] *Ibid*, p. 45.

[135] Sobre a definição de risco sistêmico, segue doutrina de Julia Sotto Mayor Wellish: "*A definição doutrinária de risco sistêmico não é unívoca. Em geral quando se alude a risco sistêmico, refere-se à ocorrência de um "evento gatilho" (trigger event), tal como a inadimplência ou a insolvência de determinado intermediário financeiro, o qual desencadeia uma série de consequências adversas para o próprio sistema financeiro, e, também, muitas vezes, para a própria economia. Essas consequências em cadeia, costumeiramente referidas como efeito dominó..."* *Ibid*, p. 45. Segundo Steven L. Schwarcz, entre as consequências do risco sistêmico pode-se incluir a cadeia de perdas significativas para as instituições financeiras devido à substancial volatilidade dos preços no mercado financeiro. SCHWARCZ, Steven L. *Sistemic Risk: Duke Law of School Legal.* Studies Paper. Georgentown Law Jornal, v.97. 2008. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1008326. Acesso em 17 de março de 2023.

[136] O mercado de capitais no Brasil tem apresentado crescimento expressivo. Estudo da CVM aponta que "*no primeiro semestre de 2022 foi emitido um total acumulado de R$ 282.1 bi em valores mobiliários. Como destaque positivo, novamente pode-se mencionar o mercado de renda fixa corporativa (debêntures e notas), conjunto que movimentou em 2022 R$ 152.8 em 301 ofertas, versus R$ 102.8 em 222 ofertas no mesmo período do ano passado. Outro destaque positivo são as operações de crowdfunding, que neste primeiro semestre já superaram os valores de 2021."* BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/boletins/boletim_economico/cvm_boletim_economico_94.pdf/view. Acesso em: 17 de mar. de 2023.

estreito com instituições financeiras, capaz de produzir situações relevantes que materializem a ocorrência de risco sistêmico.[137]

1.5.1.2.Deficiência relacionadas às assimetrias informacionais:

A segunda modalidade de falha de mercado é a assimetria informacional. Apresentam-se suas formas assumidas no âmbito das relações no mercado de valores mobiliários: *moral hazard*, seleção adversa e relação de agência.

Segundo Otávio Yazbek, a assimetria informacional se apresenta ligada à temática do risco e da incerteza dos agentes econômicos, bem como com à fundamentação técnica da regulação do mercado financeiro e de valores mobiliários.[138]

O objetivo último, apontado como fundamental na legislação regulatória do mercado de valores mobiliários, é o de proteção de investidores, considerados como aqueles que aplicam seus recursos financeiros via aquisição de valores mobiliários emitidos no mercado primário e negociados no mercado secundário. Com relação aos objetivos da regulação financeira, afirma Nelson Eizerik:

> Nesse sentido, a regulação deve promover a confiança dos investidores nas entidades que emitem publicamente seus valores mobiliários, assim como naqueles que os intermedeiam ou propiciam os locais ou mecanismos de negociação, de custódia, de compensação e liquidação das operações. Ou seja, os investidores devem poder acreditar que os seus retornos em aplicações no mercado estarão razoavelmente relacionados aos riscos dos investimentos, que

[137] Julya Sotto Mayor Wellish explica o risco sistêmico, gerado na crise de 2008, nos Estados Unidos, decorrente da falta de regulação adequada sobre o excessivo endividamento de securitizadoras, sociedades de propósito específico e fundos de investimentos creditórios não padronizados, que mantinham contratos com diversas instituições bancárias. Na chamada crise americana do *subprime*, de 2008, a concessão de crédito para aquisição de moradia era estimulada por uma série de iniciativas governamentais. Diante de uma imensidão de contratos imobiliários, portanto recebíveis, as instituições financeiras poderiam: 1. manter sua posição de credora ou 2. ceder os créditos ao mercado (securitizar), transformando-os em títulos negociáveis, transferindo também os riscos pelo recebimento daqueles créditos. Apartava-se, assim, as funções de concessão de crédito e monitoramento do crédito que, tradicionalmente, eram realizados pela mesma instituição. As instituições financeiras dispararam o processo de securitização de créditos hipotecários de baixa qualidade (*subprime mortgages*), porque concedidos a indivíduos sem renda, sem emprego ou patrimônio. A securitização propiciou a criação de fundos que abrangiam os contratos hipotecários e os negociavam como ativos no mercado de valores mobiliários. Paralelamente, as instituições financeiras criavam empresas específicas para o recebimento dos ativos (contratos hipotecários): sociedades de propósitos específicos, que, por sua vez, emitiam títulos lastreados nos contratos hipotecários para serem comercializados no mercado de valores mobiliários. Desta forma, os empréstimos bancários passaram a ser vendidos a terceiros pelas instituições financeiras e comercializados no mercado de valores mobiliários. Após a alienação, não constavam como passivo na contabilidade da instituição financeira, possibilitando que esta pudesse contratar novos empréstimos. Por outro lado, se desconhecia por completo o nível de alavancagem dos terceiros, pois não submetidos a uma regulação tipicamente bancária. WELLISCH, Julya Sotto Mayor. **Mercado de Capitais: fundamentos e desafios**. São Paulo: Quartier Latim. 2018, p. 122-124.

[138] YAZBEK, Otávio. **Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais**. Rio de Janeiro: Elsevier. 2007, p. 42.

> as instituições atuantes apresentam integridade financeira, e que as informações providas pelas emissoras de valores mobiliários são verazes e fidedignas."[139]

Sob essa perspectiva, a regulação pode reduzir riscos dos investidores na medida em que obriga os emissores dos títulos não só a divulgarem informações fidedignas e relevantes, como veda a utilização de informações privilegiadas e outras práticas fraudulentas de manipulação de mercado.

Nesta seara, a proteção dos investidores se fundamenta em normas que regulam a conduta dos emissores de valores mobiliários e dos intermediários financeiros. Os emissores são obrigados a prestar plena e acurada informação necessária à avaliação dos valores mobiliários ofertados e à negociação, bem assim, coibir comportamentos abusivos e ilegais de administradores e controladores das companhias.

As informações que se identificam como importante para atuação dos agentes econômicos consistem em conhecimento de cunho prático, funcional e sobre as condições do mercado em que atuam. Essas informações não só não estão disponíveis a todos os agentes[140], como tampouco são compreendidas por todos os agentes de igual modo.

Destaca-se a importância da tecnologia da informação para sua disseminação. A *internet* cumpre função essencial na disseminação de informações e disponibilização de serviços à população. Constitui exigência dos entes regulados e dos entes governamentais a disposição de sites que forneçam informações sobre suas atividades: políticas, projetos e ações, além do oferecimento de serviços comunicação disponíveis ao cidadão.

Assim, a informação constitui uma das mais importantes formas de reduzir inseguranças e propiciar confiança dos agentes do mercado de valores mobiliários. Devido às manifestas discrepâncias de disponibilidade e inteligibilidade da informação entre os participantes do mercado, desenvolveram-se mercados próprios para reduzir essas desigualdades, intermediários especializados na compra e venda de informações

---

[139] EIZERIK, Nelson; GAAL, Ariadna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus F. **Mercado de Capitais: regime jurídico**. 4ª ed. São Paulo: Quartier Latin. 2019, pp. 51-52.

[140]Sobre Administração Pública Gerencial confira: BRESSER PEREIRA, Luiz Carlos; SPINK, Peter. **Reforma do estado e administração pública gerencial.** São Paulo: FGV, 2005.

(como é o exemplo da atividade de consultor de investimentos e analista de valores mobiliários).[141]

Com relação aos intermediários financeiros, as normas coíbem práticas de manipulação de mercado e demanda comportamento ético e transparente dos intermediários quanto aos possíveis conflitos de interesse, impondo, por exemplo, regras de transparência sobre o dever de diagnóstico correto do perfil do cliente (dever de *suitability*), transparência quanto às formas de remuneração do intermediário e sobre suas parcerias.

A falta de distribuição correta das informações não só prejudica diretamente o investidor, como impede que o mercado atue com eficiência. O aumento da qualidade e quantidade de informações disponíveis no mercado de valores mobiliários resulta num processo de formação de preços mais eficiente, em tomada de decisões mais racionais pelos participantes do mercado, incrementando a competitividade e produzindo resultados benéficos para a economia.

Assim, o objetivo da regulação deve ser o de promover proteção aos investidores, maior eficiência, segurança e competitividade ao mercado, a partir de melhor acesso às informações em termos qualitativos e quantitativo. A importância da informação no mercado de valores mobiliários, é registrada por Nelson Eizerik:

> a) na determinação de cotações dos valores mobiliários – eficiência neste contexto significando a capacidade de reação das cotas às novas informações; quanto mais rápida a reação, mais eficiente o mercado, sendo o ideal que a cotação de determinado título reflita única e exclusivamente as informações públicas disponíveis; b) na alocação de recursos, de sorte que os investidores, com base nas informações disponíveis, apliquem suas poupanças nas companhias mais produtivas e rentáveis; c) nas operações entre os investidores, reduzindo, tanto quanto possível os custos da transação, que são aqueles incorridos na realização dos negócios e que compreendem: os de busca de informações sobre ativos, os preços e os potenciais compradores, os de negociação entre compradores e vendedores; e os de realização de contratos e de sua correta aplicação.[142]

---

[141] Consultor de investimentos é um profissional certificado pela CVM que orienta os clientes a tomarem a melhor decisão na hora de aplicar dinheiro. Trabalha de maneira independente, exerce funções de aconselhamento, suporte e recomendação aos clientes e é regulado pela Resolução CVM n.º 19 de 25 de fevereiro de 2021. Analista de valores mobiliários é a pessoa natural ou jurídica que, em caráter profissional, elabora relatórios de análise destinados à publicação, divulgação ou distribuição a terceiros, ainda que restrita a clientes. (Art. 1º, Resolução CVM n.º 20/2019).

[142] EIZERIK, Nelson; GAAL, Ariadna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus F. **Mercado de Capitais: regime jurídico**. 4ª ed. São Paulo: Quartier Latin. 2019, pp. 53-54.

As espécies específicas de assimetrias informacionais aferidas no mercado de valores mobiliários são: a) seleção adversa, b) relação de agência e c) *moral hazard*.

a) *Seleção adversa:*

A seleção adversa é considerada modalidade de assimetria informacional e se materializa, em regra, antes da negociação ser concretizada. É caracterizada pela insuficiência de informações do contratante no momento da celebração do negócio, resultando em vícios no processo de formação de preços.

Dito de outra forma, seleção adversa[143] é um problema de informação assimétrica que ocorre antes da transação, quando em determinada negociação financeira, uma parte possui mais informações sobre o ativo ou negócio em questão, em detrimento da outra parte, o que pode resultar em efeitos adversos como: compradores adquirindo ativos de baixa qualidade e/ou à preço inflacionado.

A seleção adversa é comum no mercado de crédito e gera os seguintes efeitos: a) escolha adversa: os tomadores de empréstimo de menor qualidade e com maior risco de crédito são os mais dispostos a tomar um empréstimo ou pagar a maior taxa de juros. Como resultado, os credores assumem maiores riscos ao emprestar o capital, o que aumenta o risco de inadimplência e eleva a taxa de juros. O efeito adverso indesejado para o mercado é o maior risco de inadimplemento no mercado de crédito e elevadas taxas de juros. Assim, a seleção adversa torna mais provável que empréstimos sejam feitos em beneficio daqueles tomadores que apresentam maiores riscos, deformando o mercado de crédito[144]; b) taxas de juros mais altas: devido à selação adversa dos tomadores de empréstimo, predominando tomadores de crédito de alto risco, os credores passam a

[143] O problema da seleção adversa rendeu um prêmio Nobel de Economia em 2001 para Arkelof no trabalho: *The market for lemons: quality uncertainty and the market Mechanism* e se fundamenta a partir da alienação de veículos usados. Segundo o autor, a partir da análise do impulso dos vendedores em disfarçarem os defeitos existentes nos veículos e diante da insegurança dos compradores e da dificuldade destes em avaliarem as reais condições do veículo posto à venda, certos de que seriam prejudicados, os compradores se limitavam a realização de ofertas para aquisição dos veículos abaixo do preço cobrado pelo vendedor. Os vendedores, cientes dessa dinâmica passam a ofertas os veículos usados a um preço maior (provocando a deformação na formação de preços). Mas não é só. Os proprietários de veículos em boas condições resistem em ofertas seus veículos em lojas de comercialização de carros usados, cientes de que receberão um preço inferior, ou seja: verifica-se uma redução da oferta de produtos, e, ainda, uma redução ainda maior de oferta de produtos de qualidade. ARKELOF, George A. ***The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism. The Quarterly Journal of Economics.*** Vol. 84, n. 3, aug. 1970, p. 488-500. Disponível em: https://www.jstor.org/stable/1879431. Acesso em: 17 de mar. de 2023.

[144] LASTRA, Rosa Maria. ***Central Banking and Banking Regulation. Financial market group***. Londres: Wilson Moss Limited, 1996, p. 74.

cobrar altas taxas de juros para compensação do risco, predominando taxas mais altas de juros no mercado de crédito, mesmo para os tomadores de baixo risco; c) menor crédito disponível no mercado: a seleção adversa pode levar os credores a restringir a concessão de crédito no mercado, especialmente em situação de incerteza, o que pode gerar problemas de escassez de crédito para pessoas e empresas responsáveis.

Como resposta, o regulador do mercado de valores mobiliários pode exigir dos entes de crédito que estabeleçam regras e medidas para minimizar os efeitos nocivos da seleção adversa, como: a) adoção de critérios mais sofisticados de avaliação de riscos pelos credores: utilização de análise de riscos com avaliaçao de crédito, análise de fluxo de caixa e pontuações de crédito, visita *in loco* do mutuário para avaliação global da capacidade e probabilidade de pagamento; b) diversificação do portfolio: diversificação de perfil de empréstimos e mutuários em um portfolio de crédito como forma de tentar diminuir o risco global gerado pelo inadimplemento; c) informações completas: exigência de divulgação completa e detalhada de informações dos mutuários para avaliação na concessão do crédito; d) seguro de crédito: os credores podem optar por contratar um seguro de crédito, tornando, no entanto, bastante mais onerosa a contratação e podendo gerar problemas de *moral hazard*.

Como a seleção adversa constitui problema cuja raiz remonta na assimetria informacional entre atores do mercado e pode gerar deformação de preços do mercado, para mitigá-la é necessário a implementação de técnicas que aumentem o volume de informações disponível e prévio ao processo de tomada de descisão, possibitando melhor avaliação dos riscos envolvidos.

Umas das opções do regulador para mitigar a seleção adversa decorrente de assimetria informacional entre os contratates no mercado de valores mobiliários é a introdução de intermediários capazes de traduzir ao contratante hipossufiente as informações sobre as reais condições dos produtos e serviços financeiros, bem assim das condições de mercado, em linguagem compreensível e sob uma ótica imparcial, ou seja: capazes de explicar as informações técnicas necessárias, os riscos envolvidos e as vantagens do negócio almejado, para possibilitar a tomada de decisão equilibrada e

consciente, como é o caso dos assessores de investimento[145], consultores de valores mobiliários[146] e analistas de valores mobiliários.[147]

Todavia, é paradoxal que a criação da figura dos intermediários financeiros, com declarada finalidade de eliminar as falhas resultantes de assimetria informacional na forma de seleção adversa e facilitar a negociação equilibrada de ativos e serviços financeiros, é, ao mesmo tempo, o foco causador de novas formas de assimetrias, tais como: a relação de agência e o *moral hazard* (ou risco moral), conforme veremos.

b) Relação de Agência:

A relação de agência constitui vício de assimetria informacional que deriva do potencial conflito de interesses entre o exercício dos poderes concedidos a uma determinada pessoa para que este aconselhe ou mesmo haja em nome e no suposto benefício de seus constituintes.

Um relacionamento entre representante e representado pressupõe duas posições denominadas: "principal" e "agente", sendo que ambas as pessoas que ocupam as respectivas posições são indivíduos racionais e maximizadores[148], podendo consubstanciar-se conflito de interesses entre o interesse individual do principal com os interesses do agente.[149]

---

[145] Entre as funções do assessor de investimentos, na forma do Art. 3º, inciso III da Resolução CVM n. 178/2023, destaca-se a função de prestar informações aos clientes sobre os produtos oferecidos e sobre os serviços prestados pelos intermediários em nome dos quais atue.

[146] Na forma do Art. 1º, caput da Resolução CVM n.º 19/2021, ao consultor de investimentos cabe a função de prestar dos serviços de orientação, recomendação e aconselhamento, de forma profissional, independente e individualizada, sobre investimentos no mercado de valores mobiliários, cuja adoção e implementação sejam exclusivas do cliente.

[147] Na forma do Art. 1º, caput da Resolução CVM n.º 20/2021, cabe ao analista de valores mobiliários a função de, em caráter profissional, elaborar relatórios de análise destinados à publicação, divulgação ou distribuição a terceiros, ainda que restrita a clientes.

[148] Julia Sotto Mayor Wellish define a relação de agência da seguinte forma: "*Como indica a doutrina, a "relação de agência" é aquela na qual uma das partes (o chamado "principal") delega poderes à outra para que esta atue como seu "agente". Os problemas deste tipo de relação decorrem do fato de que as partes ("principal" e "agente"), além de não possuírem interessem inteiramente coincidentes, também não possuem o mesmo nível informacional*." WELLISH, Julia Sotto Mayor. **Mercado de Capitais, fundamentos e desafios**. São Paulo: Quartier Latim: 2018, p. 54.

[149] Pode ocorrer relação de agência entre assessor de investimento (agente) e o investidor (principal), quando aquele (agente) indica ao investidor (principal) determinado produto financeiro (induzindo à sua contratação) não em decorrência dos benefícios que possa gerar ao investidor (menor risco, maior remuneração, maior liquidez, etc), mas porque representa, para o assessor de investimentos (agente), maior comissionamento a ser pago pela contraparte (como a corretora). Neste caso, a CVM, na tentativa de reduzir efeitos negativos da relação de agência, através da Resolução n.º 178/2023, introduziu os Arts. 9º e 23, §1º, III, que determinam que o assessor de investimentos deve informar ao investidor sobre potenciais conflitos

> Pela natureza das atividades, porém, o contratado tem acesso privilegiado a informações que seriam de interesse do principal, podendo utilizá-las em benefício próprio, ainda que em prejuízo daquele ou do adequado desenvolvimento dos trabalhos.[150]

Na relação de agência, o "agente" se aproveita da ignorância do "principal" ou da elevada assimetria de informações entre o "principal" e o "agente" para beneficiar-se das informações que dispõe, em detrimento do "principal".

A potencial assimetria informacional decorrente do exercício nocivo de intermediários financeiros leva à criação e adoção de mecanismos de proteção e controle do "principal", pelo órgão regulador (por exemplo: contratuais) que acabam encarecendo os custos de transação financeira.

A relação de agência pode ser verificada, na prática, em diversas variações e relações, tais como: acionista e administrador, segurador e segurado, debenturista e acionista, mas, para Julia Sotto Mayor Wellish, ganha especial relevo no âmbito do mercado de valores mobiliários *"notadamente nas relações entre clientes e intermediários financeiros e naquelas entre acionistas e administradores de sociedades anônimas"*[151], como é o caso da relação entre investidor e assessor de investimento.

No âmbito do Acordão n.º 3252/2020, do Plenário do Tribunal de Contas da União (TCU), proferido no Processo de Auditoria n.º 027.307/2018-2, após auditada a Comissão de Valores Mobiliários, restou consignada, entre outros achados, a relação de agência travada entre o assessor de investimento (outrora designado agente autônomo de investimento) e o cliente, recomendando o órgão de controle à CVM, ao final, medidas para atenuar os efeitos nocivos respectivos:

> A atuação do agente autônomo é, sem dúvida, permeada por conflitos de interesses. Ele tem incentivos para vender os produtos financeiros que geram maior comissão (ou "rebates") e tem interesse que o cliente faça o maior número de operações possível, gerando corretagem, o que nem sempre pode ser do melhor interesse do cliente. A CVM ... reconhece que o conflito de interesses é inerente à sua atuação.[152]

---

de interesse a que o assessor de investimento possa estar sujeito e/ou informar sobre a forma de remuneração auferida pelos produtos ou serviços oferecidos.

[150] YAZBEK, Otávio. **Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais**. Rio de Janeiro: Elsevier. 2007, p. 44.

[151] WELLISH, Julia Sotto Mayor. **Mercado de Capitais, fundamentos e desafios.** São Paulo: Quartier Latim: 2018, p. 54.

[152] TRIBUNAL DE CONTAS DA UNIÃO. Processo n.º 027.307/2018-8 – Monitoramento. MONITORAMENTO DAS DETERMINAÇÕES E/OU RECOMENDAÇÕES FEITAS A(AO) Comissão de Valores Mobiliários, Ministério da Economia, POR MEIO DO ACÓRDÃO 3252/2020-Plenário, NO ÂMBITO DO PROCESSO 027.307/2018-2.Assunto: Auditoria integrada para verificar a conformidade e os riscos existentes na atuação da CVM na regulação e fiscalização do mercado de capitais. Relator:

Em resposta, a CVM editou as Resoluções n.º 178 e 179, em 2023, que dispõem sobre a atividade de assessor de investimento, visando mitigar os efeitos nocivos da relação de agência entre o assessor e o cliente.

Nos Artigos 8º e 9º da Resolução n.º 178, contempla-se a obrigação do assessor de investimento em informar o cliente sobre produtos financeiros que oferecer resultantes de novo relacionamento com novo intermediário[153], acrescido de informações sobre potenciais conflitos de interesse a que o assessor de investimento possa estar sujeito em razão da celebração do novo contrato, incluindo os decorrentes de diferenças de remuneração do assessor de investimento pela oferta de produtos e serviços e de incentivos financeiros associados à prospecção e captação, para o novo intermediário, de investidores com relacionamento comercial prévio junto ao intermediário original.[154] Todavia, no Art. 23, §1º, inciso III da Resolução n.º 178, III da Resolução n.º 178, a norma sugere que o dever do assessor em descrever como é remunerado por produtos e serviços oferecidos, incluindo valores ou percentuais efetivamente praticados, apenas emerge no caso de solicitação desta apresentação pelo cliente.[155]

Já a Resolução CVM n.º 179 alterou a Resolução CVM nº 35, de 26 de maio de 2021, que estabelece normas e procedimentos a serem observados na intermediação de operações realizadas com valores mobiliários em mercados regulamentados de valores mobiliários, incluindo o "Capítulo VII-A – Informações sobre remuneração e conflito de interesses", cuja "Seção III" trata das "Informações Quantitativas e Específicas Prestadas ao Cliente", composto pelo Art. 26-E, "Seção IV" trata do "Extrato Trimestral", composto pelo Art. 26-F. Os Artigos 26-E e 26-F obrigam os intermediários financeiros a apresentação da forma de sua remuneração e respectivos arranjos, acompanhada dos valores ou percentuais efetivamente praticados, para distribuição do produto ou serviço especificamente ofertado e a apresentação, em período trimestral, ao extrato com informações sobre a remuneração auferida em virtude dos

---

Antonio Anastasia. 2020. Disponível em: https://conecta-tcu.apps.tcu.gov.br/tvp/72679973. Acesso em: 27 de nov. de 2023.

[153] *Cf.* Resolução CVM 178/23. Art. 8º *"O assessor de investimento que passe a atuar em nome de um novo intermediário e, nos 30 (trinta) dias iniciais da vigência do contrato com o novo intermediário, venha a oferecer produtos e serviços do novo intermediário a investidores com quem já possua relacionamento comercial prévio, deve, observada a legislação aplicável, dar ciência a tais investidores de que a oferta de produtos e serviços se dá no âmbito do novo relacionamento entre o assessor de investimento e o novo intermediário."*

[154] *Cf.* Resolução CVM 178/23. Art. 9º "*A informação transmitida aos investidores, nos termos do art. 8º, deve ser acompanhada de alerta específico sobre potenciais conflitos de interesse a que o assessor de investimento possa estar sujeito em razão da celebração do novo contrato, incluindo os decorrentes de diferenças de remuneração do assessor de investimento pela oferta de produtos e serviços e de incentivos financeiros associados à prospecção e captação, para o novo intermediário, de investidores com relacionamento comercial prévio junto ao intermediário original."*

[155] *Cf.* Resolução CVM n.º 178 de 14 de fevereiro de 2023. Art. 23. § 1º "*O assessor de investimento deve: (...). III – sempre que solicitado por clientes, descrever como é remunerado por produtos e serviços oferecidos, incluindo valores ou percentuais efetivamente praticados*."

investimentos em valores mobiliários por eles realizados. Tamanho o impacto desta nova exigência aos intermediários financeiros, que em 20 de dezembro de 2023, foi expedida a Resolução CVM n.º 196 com o objetivo de retardar o início de vigência passando de 2 de janeiro de 2024, para 1º de novembro de 2024.[156]

Também reconhecendo efeitos negativos das relações de agência entre os administradores de companhias e acionistas, em 2009, a *Financial Stability Forum* (FSF) divulgou os Princípios para Práticas Sólidas de Remuneração dos executivos de companhias (*Principals for Sound Compensation Practices*[157]), estabelecendo, em linhas gerais que: a) O conselho de administração da compahia deve supervisionar ativamente o sistema de remuneração, projeto e operação. O sistema de compensação não deve ser controlado pelo diretor-presidente e pela equipe de administração da companhia. Membros relevantes do conselho e os funcionários devem ter independência e experiência em gestão de riscos e remuneração; b) O conselho de administração da empresa deve monitorar e revisar o sistema de remuneração para garantir que o sistema funcione conforme pretendido. O sistema de compensação deve incluir controles. A operação prática do sistema deve ser revista regularmente para conformidade com políticas e procedimentos. Resultados de compensação, risco medições devem ser revisados regularmente; c) Os colaboradores reponsáveis pelo controle financeiro e de risco devem ser independentem, ter autoridade competente e ser remunerados de forma independente das áreas de negócios que supervisionam e proporcionais ao seu papel-chave no empresa. A independência efetiva e a autoridade apropriada desse pessoal são necessárias para preservar a integridade da influência da gestão financeira e de risco sobre incentivos e remuneração; d) A remuneração deve ser ajustada a todos os tipos de risco, incluindo riscos de difícil aferiação, como: risco de liquidez, risco de reputação e custo de capital. Ambas as técnicas: quantitativas e julgamento humano devem determinar o ajustes nos critério de compensação para alinhamento aos riscos reais; e) Os resultados da compensação devem ser simétricos aos resultados do risco. O sistema de compensação deve vincular o tamanho do *pool* de bônus ao desempenho geral da companhia. Os pagamentos de incentivos dos funcionários devem estar vinculados à contribuição do

---

[156] *Cf.* Resolução CVM n.º 179. Art. 13. Esta Resolução entra em vigor em 1º de junho de 2023, exceto pelas seções III e IV do Capítulo VII-A da Resolução CVM nº 35, de 2021, com a redação dada pelo art. 7º, as quais entram em vigor em 1º de novembro de 2024. ***Art. 13 com redação dada pela Resolução CVM nº 196, de 20 de dezembro de 2023.***

[157] FINANTIAL STABILITY FORUM. *Principals for Sound Compensation Practices*. 2009. Disponível em: https://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_0904b.pdf. Acesso em: 2 de out. de 2023.

indivíduo para esse desempenho. Os bônus devem diminuir ou desaparecer no caso de fraco desempenho da companhia, divisão ou unidade de negócios; f) Os cronogramas de pagamento de remunerações devem ser sensíveis ao horizonte temporal dos riscos. Os lucros e perdas de diferentes atividades de uma companhia financeira são realizados em diferentes períodos de tempo, portanto, os pagamentos de compensação variável devem ser diferidos conforme essa conformidade temporal. Os pagamentos não devem ser concluídos em períodos curtos quando os riscos são realizados durante longos períodos. A administração deve questionar os pagamentos de receitas que não podem ser realizadas ou cuja probabilidade de realização permaneça incerta no momento do pagamento; g) a combinação de dinheiro, capital próprio e outras formas de remuneração deve ser consistente com alinhamento de risco. O *mix* irá variar dependendo do cargo e função do colaborador. A empresa deve ser capaz de explicar a lógica deste *mix.*[158]

c) *Moral Hazard ou risco moral*:

O *moral hazard* constitui efeito adverso relacionado à assimetria informacional que ocorre, ordinariamente, após a realização da transação. A construção do conceito relativo ao *moral hazard* é contextualizado a partir da análise da relação travada entre seguradores e segurados.

Verificou-se, a partir das relações travadas entre segurador e segurado, que os segurados, após firmarem contrato de seguros, por se sentirem resguardados, tendem a reduzir os cuidados normais em relação ao objeto garantido. O segurador, por sua vez, após a contratação do seguro, não dispõe de muitos meios para monitorar as condutas do segurado e se certificar da adequada diligência devida do segurado com o bem protegido.

O *moral hazard* é um vício situado no processo de tomada de decisão, orientado pela diminuição da responsabilidade do agente por força contratual ou não. Dentro da sistemática de *moral hazard*, a pessoa toma decisões assumindo maior grau de

[158] Com relação à remuneração de executivos de companhias de capital aberto paga mesmo diante de perdas significativas em prejuizo à investidores e a revelia de regras societárias, Joseph E. Bachelder III discute políticas e práticas corporativas de recuperação deste capital. Defende o autor o dever de reembolso à companhia, por parte de executivos, de bonus pagos em situações de demonstraçoes financeiras negativas, sistemática que denomina de "*clawback*". Nesta seara, "*clawback*" significa o reembolso de uma compensação recebida anteriormente que deve ser feito por um executivo à companhia em razão de eventual republicação das demonstrações financeiras por força de descumprimento relevante de regras societárias e contábeis aplicáveis. BACHELDER, Joseph. *Claudbacks under Dodd-Frank and Other Federal Institutes*. 2011. Disponível em: https://corpgov.law.harvard.edu/2011/06/09/clawbacks-under-dodd-frank-and-other-federal-statutes/. Acesso em: 2 de out. de 2023.

risco ou toma decisões negligentes, menos responsáveis, porque sabe que não precisará arcar com as consequências negativas dessas ações, seja porque firmou algum contrato subjacente que lhe garante a redução do risco pessoal ou financeiro, tal como ocorre nos contratos de seguro, seja porque está inserida em um sistema em que haverá a figura do garante de última instância.[159]

No caso das transações privadas, o segurado pode esconder do segurador informações importantes e capazes de majorar os riscos de um sinistro, o que aumentaria ou até inviabilizaria a contratação do seguro.

O problema gerado pelo *moral hazard* acarreta um maior custo às transações, sob a forma de custos de contratos mais detalhados e constantemente revisados, bem como custos com monitoramento dos segurados, podendo, ainda, resultar em desestímulos a determinadas contratações, produtos ou serviços financeiros que poderiam trazer benefícios à sociedade.

A dinâmica moral nociva representada pelo *moral hazard* ou risco moral se espraiou para demais setores do mercado financeiro e de mercado de valores mobiliários, como ocorre, por exemplo, quando uma determinada política pública decide conceder créditos em condições favoráveis para estimular o crescimento da economia, levando aos tomadores de recursos contrair créditos destinados à aplicação em atividades de maior risco, segundo Julia Sotto Mayor Wellish, "*justamente porque ele receberá individualmente, os eventuais benefícios decorrentes do sucesso dessa atividade, ao passo que será o credor o responsável por suportar a maior perda*".[160]

Mailson da Nobrega, a partir da análise da chamada crise americana do *Suprime* de 2008, destaca, como exemplo de incentivos desalinhados, a situação dos intermediários: a) os corretores de imóveis remunerados com base no valor do imóvel e

---

[159] O Banco Central exerce uma função essencial para a manutenção da estabilidade financeira e para a prevenção de crises sistêmicas no sistema bancário, devendo intervir em situações de crise com objetivo de evitar situações de colapso financeiro, o que abrange a adoção de medidas para fornecer apoio financeiro a instituições financeiras em dificuldades, como: empréstimos de emergência, injeções de liquidez, caracterizadas como garantias de última instância. No âmbito do sistema financeiro, o Banco Central assume a função de último recurso para fins de impedir uma crise sistêmica para impedir o desencadeamento de crises capazes de comprometer toda a economia. Todavia, a existência da figura do garante em última instância pode gerar abusos e incentivos inadequados para que as instituições financeiras assumam riscos desmoderados, ou seja, pode gerar comportamentos inadequados de instituições financeiras que, cientes do recurso à uma garantia de última instância, tomam decisões irresponsáveis e inadequadas, norteados pelo *moral hazard.*

[160] WELLISH, Julia Sotto Mayor. **Mercado de Capitais, fundamentos e desafios.** São Paulo: Quartier Latim: 2018, pp. 54-55.

na quantidade de imóveis vendidos, eram estimulados a vender imóveis sem qualquer cautela ou responsabilidade com relação à avaliação da capacidade de pagamento do comprador; b) os gestores de recursos, remunerados a partir de taxa incidente sobre o percentual de desempenho do fundo, vendiam cotas de fundos que ofereciam alta rentabilidade, baseados unicamente em notas atribuidas por agências de *rating* que indicavam baixos índices de crédito, ignorando outras formas necessárias de avaliação do investimento; c) os administradores de instituições financeiras, eram remunerados via bônus calculados sobre o lucro do exercício, independentemente de as operações se tornarem ruinosas no futuro.[161]

Para Otávio Yazbek, o trato de questões relacionadas à assimetria informacional demanda soluções complexa:

> ...os agentes econômicos procuram proteger-se, recorrendo a soluções contratuais que reduzem a possibilidade de conduta irregular ou mesmo adotando "soluções hierarquizadas", ou seja, em alguma medida internalizadora de certas informações. É comum também que, ante as assimetrias informacionais, os agentes econômicos sejam submetidos a mecanismos de regulação, a obrigações compulsórias de prestar informações (como ocorre em diversos dispositivos da lei acionária, por exemplo), à necessidade de registro de certos atos (cujo conteúdo é eminentemente publicitário).

Entre os impactos negativos oriundos do *moral hazard* no sistema financeiro com resultados no mercado de valores mobiliários, podemos destacar: a) a assunção de riscos excessivos pelas instituições financeiras: via, por exemplo, concessão irresponsável de crédito com escassas garantias, investimentos arriscados, comportamentos imprudentes[162]; incentivadas a assumi-los, cientes de que, em caso de problemas, podem contar com apoio do Banco Central, aumentando a volatividade do mercado; b) bolhas e crises financeiras: o *moral hazard* contribui para a formação de

---

[161] NOBREGA, Mailson. Origens da Crise. *In*: GIAMBIAGI, Fábio; GARCIA, Márcio. **Risco e Regulação: Por que o Brasil enfrentou bem a crise e como ela afetou a economia mundial**. Rio de Janeiro: Elsevier. 2010, p. 14.

[162] Um estudo realizado para compreender as origens da crise de 2007 nos Estados Unidos aponta a concessão inadequada e irresponsável de créditos pelas instituições financeiras como uma das fontes o relaxamento progressivo dos critérios de empréstimo ao longo do tempo, durante o período de 2000 a 2007. A experiência subsequente de inadimplência indica que as hipotecas feitas em 2006 eram de menor qualidade superior às efectuadas em 2005 e estas, por sua vez, eram de qualidade inferior às hipotecas efectuadas em 2004. Alguns participantes do mercado compreenderam o que estava para acontecer. Termos como "empréstimos mentirosos" (referindo-se ao fato de que as pessoas poderiam mentir com segurança em seus pedidos de hipoteca porque seus declarações não seriam verificadas) e NINJA (referindo-se a candidatos que não tinham renda, nem Emprego e nenhum Ativo) foram usados para descrever o mercado. Mas toda a extensão dos riscos e o seu potencial impacto nos mercados só foi apreciado em meados de 2007. HULL, Jonh. The credit crush of 2007. **What went wrong? Why? What lessons can be learned?** Toronto: University of Toronto Press, 2008, p. 3. Disponível em: https://cs.uwaterloo.ca/~paforsyt/paper-securities-spillovers-pdf.pdf. Acesso em: 2/set/2023.

bolhas especulativas na medida em que os investidores, cientes da existência dessa bolha, acabam assumindo posições de maior risco, confiando de que haverá uma intervenção do Estado, aumentando o espectro da crise econômica; c) ineficiências de mercado: quando os atores do mercado não assumem e enfrentam as consequências de suas condutas, a alocação de recursos dentro da economia pode se tornar ineficiente, vez que investimentos e empréstimos podem ser direcionados à setores ou projetos de maior risco em detrimento de opções mais seguras e produtivas; d) incentivo a comportamentos arriscados: os investidores poderão assumir ações mais arriscadas se acreditarem que estão protegidos contra perdas, tal como é comum que ocorra no mercado imobiliário; e) incentivos desalinhados: o *moral hazard* pode criar incentivos desalinhados no sistema financeiro, como a busca de lucros excessivos sem considerações adequadas sobre os riscos inerentes[163] e, inclusive, por incentivo do próprio Governo.[164]

1.5.2. Espécies de regulação

As externalidades e as assimetrias de informação constituem os dois gêneros principais de falhas impeditivas do eficiente funcionamento do mercado, e, juntamente com a dimensão sistêmica exercida pelas instituições financeiras, justificam a subdivisão das atividades de regulação no âmbito do sistema financeiro com foco na

---

[163] Neste sentido, destacam-se as operações de securitização realizadas na raiz do processo de desencadeamento da crise financeira de 2007, nos Estados Unidos, conhecida como "*Subprime*". O modelo de securitização que foi empregado é conhecido como "originar para distribuir" (*origine-to-distribute*). Diante de uma carteira de recebíveis originados por uma instituição financeira (contratos de empréstimos de varejo), a instituição bancária possui duas opções: a) manter sua posição de credora daqueles créditos até o vencimento *(hold-to-maturity)* ou b) ceder os créditos originados, transformando-os em títulos negociáveis (*originate-to-distribute*), transferindo também o risco pelo recebimento destes créditos. O modelo *originate to distribute* atribui as funções de operações de concessão de crédito e de monitoramento do risco de crédito a entes diferentes (antes concentradas na instituição financeira), bem assim realoca o risco pelo pagamento do crédito concedido para a securitizadora. A instituição financeira, agindo dentro da perspectiva do *moral hazard*, passa a não ter o mesmo critério para avaliação da capacidade de pagamentos dos compradores de imóvel - avaliação de crédito inadequada. HULL, Jonh. **The credit crush of 2007. What went wrong? Why? What lessons can be learned?** Toronto: University of Toronto Press, 2008, p. 5-6. Disponível em: https://cs.uwaterloo.ca/~paforsyt/paper-securities-spillovers-pdf.pdf. Acesso em: 2 de set. de 2023.

[164] Ao avaliar a crise de 2007 nos Estados Unidos, conhecido como crise do "Subprime", verificou-se que a concessão de empréstimos bancários para a aquisição de imóveis era estimulada por uma série de iniciativas governamentais, inclusive em razão da baixa taxa de juros vigentes à época. Em 2002, o governo George W. Bush lançou o programa intitulado: "*Blueprint for the American Dream*", destinado a promoção da aquisição da casa própria entre as minorias de baixa renda e acelerar o plano de incentivos fiscais para concessão de casas acessíveis à famílias residentes em áreas degradadas. WELLISCH, Julia Sotto Mayor. **Mercado de Capitais: Fundamentos e Desafios**. São Paulo: Quartier Latin. 2018, p. 124.

proteção sistêmica e na defesa do investidor, dando ensejo às seguintes espécies de regulação: regulação de condutas, regulação sistêmica e regulação prudencial.[165]

a) Regulação de condutas:

A regulação de condutas estabelece obrigações e procedimentos que visam disciplinar a forma de relação dos agentes e entidades de mercado com os investidores-clientes, com objetivo de eliminar ou mitigar problemas decorrentes das assimetrias informacionais.

Observa-se, todavia, que a regulação de condutas, inicialmente voltada para a proteção de investidores/consumidores, também se mostra importante para proteção das estruturas de negociação e dos mecanismos de formação de preços, cujo funcionamento adequado é fundamental para um mercado competitivo, eficiente e confiável.[166]

Em regra, a partir da regulação de condutas, impõem-se obrigações e procedimentos mínimos que devem ser adotados pelos participantes do mercado. O objetivo central da regulação de condutas repousa em disciplinar a forma de relação dos agentes e entidades de mercado com seus clientes, de forma a evitar ou diminuir efeitos perversos decorrentes da conjuntura criada pela disparidade de informação entre agentes e clientes e dos possíveis conflitos de interesses.

Para tanto, estabelece-se a observância obrigatória pelos prestadores de serviços de produtos financeiros de padrões de conduta mínimos e imperativos, bem como adoção de práticas comerciais equitativas, além de proibir a prática de determinadas condutas.

Na prática, a regulação de condutas contempla uma série de exigências relacionadas à quantidade, qualidade e periodicidade de informações que devem ser divulgadas pelos participantes do mercado, atreladas à ideia de divulgação completa e justa de informações ("*full and fair disclosure*").[167] Trata-se da obrigação de divulgação

---

[165] Essa classificação é adotada por GOODHEART, Charles A. E; HAARTMAN, Phillipp, LLEWELLYN, David; ROJAS, Suárez, WEISBROD, Steven. *Financial Regulation: Why, How and Where now*? London: Routledge. 1998.

[166] YAZBEK, Otávio. **Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais**. Rio de Janeiro: Elsevier. 2007, p. 218.

[167] LEWELLYN, David. *The Economic Rational For Financial Regulation.* FSA Occasional Paper, 1999, p. 11, citado por WELLISH, Julia Sotto Mayor. **Mercado de Capitais, fundamentos e desafios**. São Paulo: Quartier Latim: 2018, p. 58.

de informações relevantes de forma abrangente, transparente e imparcial no mercado de valores mobiliários. Todas as informações, positivas e negativas, que possam influenciar as decisões dos investidores devem ser disponibilizadas de maneira clara e acessível a todos os participantes do mercado, promovendo a igualdade de acesso aos dados. O objetivo é que os investidores possam tomar decisões informadas e bem fundamentadas.

Mediante a regulação de condutas voltada aos emissores de valores mobiliários, o princípio da ampla transparência de informações (*full disclosure*) possibilita obter: a) maior proteção ao investidor: na medida em que protege seu direito de acesso à informações fidedignas e necessárias para tomada de decisão consciente de aplicação de investimento, ao mesmo tempo que proíbe práticas ilícitas como uso de informações privilegiadas e práticas de manipulação de mercado; e b) maior eficiência do mercado: (i) eficiência na determinação das cotações dos valores mobiliários, visto que a capacidade, ou maior velocidade, de reação das cotações às novas informações disponíveis, representa maior eficiência do mercado; e (ii) eficiência na alocação de recursos, vez que os investidores, a partir de informações disponíveis e fidedignas, alocarão os recursos nas empresas mais eficientes, produtivas e rentáveis.

Na regulação de condutas voltada aos intermediários de valores mobiliários, o princípio da ampla transparência de informações possibilita garantir maior eficiência no mercado, reduzindo os custos das transações que compreendem a busca por informações sobre ativos, sobre negociações, sobre preços, realização de contratos, entre outros.[168]

b) Regulação sistêmica:

A regulação sistêmica se destina à proteção do sistema financeiro e se faz necessária porque, individualmente, os participantes do mercado adotam medidas para proteção individual, mas não com relação aos impactos que suas atividades geram aos demais participantes, ou seja, com relação à proteção do sistema como um todo, à sua defesa perante as externalidades.

Exatamente em razão do papel central que exercem as instituições financeiras em relação ao sistema financeiro e especificamente ao mercado de valores mobiliários, o foco da regulação sistêmica se dirige às atividades bancárias, materializada

[168] ARMANDO CASTELAR PINHEIRO, JAIRO SADDI. **Direito, Economia e Mercados.** Rio de Janeiro: Campus, 2006, p. 62.

na criação de redes de proteção contra os prejuízos sociais advindos do risco sistêmico, ou seja, contra as externalidades geradas a partir da exploração da atividade típica bancária[169], como a criação de seguros ou fundos garantidores de depósito bancário[170][171], atuação de banco central como emprestador em última instância[172], liquidação supervisionada de instituições financeiras[173] e "*organização de sistema de pagamentos com outorga de mecanismos impeditivos de alastramento de crises."*[174]

No âmbito do mercado de valores mobiliários as possibilidades de irregularidades capazes de gerar risco sistêmico se situam nos participantes de mercado que operam nos chamados "*shadow banking*"[175], que se caracterizam como exercício de

[169] Para Julya Sotto Mayor Wellish *"...regulação por razões sistêmicas é exigida porque os custos sociais da eventual quebra de uma instituição financeira (particularmente, os bancos) excedem os custos privados, e esse potencial custo social não é incorporado ao processo de decisão privada (o que representa uma externalidade negativa)."* WELLISH, Julia Sotto Mayor. **Mercado de Capitais, fundamentos e desafios.** São Paulo: Quartier Latim: 2018, p. 59.

[170] Segundo Julia Sotto Mayor: "A criação de fundos ou seguros garantidores de depósito bancário visa, em essência, proteger o pequeno depositante contra perdas relacionadas à quebra da instituição depositante, prevenindo, assim, a ocorrência de corridas bancárias, além de proteger o próprio sistema de pagamentos." *Ibid*, p. 60.

[171] Não se deixam de considerar os problemas de *moral hazard* que decorre da sistemática de se oferecer a rede de apoio aos bancos. A certeza sobre a existência de uma rede de segurança pode distorcer o comportamento das pessoas e instituições seguradas, levando-as a tomar condutas mais arriscadas quanto maior for o aparato protecionista à disposição. Note, ademais, que, sob a perspectiva do segurado, certo da existência de uma rede de proteção, pode não se preocupar em contratar com uma instituição segura, preocupando-se apenas por contratar com aquela que lhe apresenta um menor valor. Por fim, os próprios bancos, cientes de que os recursos dos clientes estão garantidos, são encorajados a assumir posições de maior risco. *Ibid*, p. 61.

[172] A atuação dos bancos centrais como emprestadores de última instância, significa que os bancos centrais são fornecedores de liquidez para as instituições financeiras, em casos, por exemplo, como o de corridas bancárias, evitando, assim, o alastramento de crises para todo o sistema. FERREIRA, Carlos Kawall Leal, FREITAS, Maria Cristina Penido de. **Transformações Institucionais dos Sistemas Financeiros: um estudo comparado**. São Paulo: Edições Fundap. 1998.

[173]Os procedimentos ordinários de recuperação e falência são substituídos, no caso dos bancos, por mecanismos especiais de intervenção nas instituições financeiras, exatamente porque a inadimplência de uma instituição financeira pode gerar externalidades e risco sistêmico, contaminando toda a economia, o que justifica uma detecção rápida de irregularidades, bem assim uma capacidade de reação célere, eficaz e eficiente. Na forma da Lei n.º 6.024/1974, o Banco Central do Brasil, tem autoridade para intervir nas instituições financeiras, na hipótese de evidência de patrimônio líquido negativo, gestão temerária, ou fraudulenta, capaz de colocar em risco depositantes e credores.

[174] YAZBEK, Otávio. **Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais**. Rio de Janeiro: Elsevier. 2007, p. 223.

[175] Segundo a *Financial Stability Board*, o termo "*shadow banking*" pode ser definida como atividade de intermediação de crédito por entidades que não se classificam como bancos, fornecendo os seguintes exemplos: (i) *credit investimento funds; (ii) exchange traded funds; (iii) credit hedge funds; (iv) private equity funds, (v) securities broker-dealers; (vi) securisation entities; (vii) credit insurance providers/finantial garantors; (viii) financial companies; (ix) trust companies. Financial Stability Board, Strenghening Oversight and Regulation of Shadow Banking Entities*, p. 1, citada por WELLISH, Julia Sotto Mayor. **Mercado de Capitais, fundamentos e desafios**. São Paulo: Quartier Latim: 2018, p. 75. No Brasil tem ganhado destaque a proliferação de companhias securitizadoras de crédito (Resolução CVM n.º 60/2021) e de fundos de investimento em direitos creditórios (FIDC´s), Resolução CVM n.º 175/2022), ambos destinados a exploração da atividade de desconto de recebíveis contratados direto entre tomador e recebedor.

atividades de intermediação de crédito típicas de instituição financeira, por entidades que não se classificam como tais, como: veículos de investimento *hedge funds*[176], sociedades securitizadoras, sociedades em conta de participação e demais veículos que desenvolvem atividades que, de fato, transformam vencimentos (como a atividade de antecipação de recebíveis) e que apresentam possibilidades de investimento com ativos ilíquidos. A alavancagem e a transformação de maturidade realizada por essas instituições podem gerar corrida bancária e risco de contágio, atingindo todo o sistema financeiro.

Como exemplo de atividades que não são reguladas pelo Banco Central, mas que envolvem diretamente intermediação de crédito, com risco de liquidez, destacam-se as atividades com funções de crédito e captação de recursos atreladas reguladas pela CVM: fundos imobiliários - FI (destinados à antecipar créditos ao construtor/incorporador imobiliário), fundos de antecipação de recebíveis padronizados ou não – FIDC's (destinados a antecipar recebíveis ao empreendedor, com garantias diversas ou não), securitizadoras (operação de antecipação de recebíveis), contratos derivativos e acordos de recompra, caracterizados como instrumentos de maior complexidade contratual estrutural.

Essas atividades envolvem funções de intermediação de crédito e captação de recursos, assemelhando-se às atividades bancárias, mas sem a incidência da supervisão rigorosa, estrutura e *expertise* do Banco Central para desempenho de regulação sobre liquidez e patrimônio mínimo. Não obstante se situe à sombra da regulação bancária, o setor denominado "*shadow banking*" interage com o sistema bancário tradicional por meio de empréstimos, investimentos e outras transações, aumentando a exposição do sistema bancário e do mercado de valores mobiliários à uma crise de liquidez.

---

[176] Os *hedges funds* são fundos multimercados, com acessibilidade limitada, voltados para investidores institucionais ou profissionais, em regra, fundos fechados com número limitado de investidores, que reúnem vários tipos de ativos, com diversidade de estratégias de investimento, com objetivo de obter lucros tanto no mercado em baixa, quanto em alta, ou seja, objetivo de rendimento positivo, abrangendo: *long/short* (comprar e vender a descoberto), arbitragem, derivativos, ativos alternativos, entre outros. Os *Hedge funds* possuem gestão ativa e flexível, ou seja, o gestor possui relativa autonomia para traçar a estratégia do fundo, com base em condições e análise de mercado e oportunidades percebidas; taxas de desempenho sobre os lucros gerados, além da taxa de administração e sofrem baixa regulação em comparação com outros veículos de investimento, o que, de um lado possibilita maior flexibilidade do gestor para traçar as estratégias do fundo e, por outro, garante menor proteção dos investidores. A Resolução CVM n.º 175/2022 trata de Fundo de Investimento em Participações (FIP) e Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimentos em Participações (FIP-FIEE), duas modalidades de fundos que podem ser estruturadas na modalidade *hedge funds*.

A regulação CVM não se volta à regulação típica bancária, não exerce uma regulação eficiente sobre o nível de alavancagem e exposição gerada por atividades de crédito oriundos do *shadow banking*, o que agrava a vulnerabilidade do sistema financeiro ao risco sistêmico.

Na tentativa de monitorar as atividades de crédito[177] desenvolvidas por entes não regulados pelo BACEN (no âmbito do chamado *shadow banking*), o Conselho Monetário Nacional (CMN) editou em 29 de setembro de 2022, a Resolução CMN n.º 5.037, que dispõe sobre o Sistema de Informações de Créditos (SCR), e determina a obrigatoriedade no envio de informações ao Banco Central do Brasil sobre operações de crédito (Art. 1º). O SCR é administrado pelo Banco Central do Brasil e tem por finalidades: (i) prover informações ao Banco Central do Brasil, para fins de monitoramento do crédito no sistema financeiro e para o exercício de suas atividades de fiscalização; e (ii) propiciar o intercâmbio de informações entre instituições financeiras e entre demais entidades, conforme definido no art. 1º da Lei Complementar nº 105, de 10 de janeiro de 2001, sobre o montante de responsabilidades de clientes em operações de crédito (Art 2º, *caput*), independentemente do adimplemento destas operações (Art. 2º, parágrafo único).[178]

---

[177] Nos termos do Art. 3º e para efeitos da Resolução CMN n.º 25.037/2022, são consideradas operações de crédito: I - empréstimos e financiamentos; II - adiantamentos; III - operações de arrendamento mercantil; IV - prestação de aval, fiança, coobrigação ou qualquer outra modalidade de garantia pessoal do cumprimento de obrigação financeira de terceiros; V - compromissos de crédito não canceláveis incondicional e unilateralmente pela instituição concedente; VI - créditos contratados com recursos a liberar; VII - créditos baixados como prejuízo; VIII - créditos que tenham sido objeto de negociação com retenção substancial de riscos e de benefícios ou de controle; IX - operações com instrumentos de pagamento pós-pagos; X - operações de empréstimo e de financiamento entre pessoas por meio de plataforma eletrônica; e XI - outras operações ou contratos com características de crédito, que sejam assim reconhecidos pelo Banco Central do Brasil. CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL. RESOLUÇÃO N.º 5.037 de 29 de setembro de 2022. Altera e consolida os atos normativos que dispõem sobre o Sistema de Informações de Créditos (SCR). Disponível em: https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=RESOLU%C3%87%C3%83O%20CMN&numero=5037. Acesso em: 24 de jan de 2024.

[178] Na forma do Art. 3º da Resolução CMN n.º 5.037 de 2022, constituem entidades de crédito e são consideradas instituições financeiras, para efeitos do Sistema de Informações de Crédito (SCR), devendo remeter informações relativas às operações de crédito ao Banco Central do Brasil: (i) agências de fomento; (ii) associações de poupança e empréstimo; (iii) Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES); (iv) bancos comerciais; (v) bancos de câmbio; (vi) bancos de desenvolvimento; (vii) bancos de investimento; (viii) bancos múltiplos; (ix) caixas econômicas; (x) companhias hipotecárias; (xi) cooperativas de crédito; (xii) sociedades corretoras de títulos e valores mobiliários; (xiii) sociedades de arrendamento mercantil; (xiv) sociedades de crédito ao microempreendedor e à empresa de pequeno porte; (xv) sociedades de crédito, financiamento e investimento; (xvi) sociedades de crédito imobiliário; (xvii) sociedades distribuidoras de títulos e valores mobiliários; (xviii) outras classes de instituições sujeitas à regulação do Banco Central do Brasil, autorizadas a realizar ou adquirir operações de crédito de que trata esta Resolução, nos termos da regulamentação editada pelo Banco Central do Brasil; (xix) outras classes de instituições autorizadas a realizar ou adquirir operações de crédito de que trata esta Resolução e sujeitas

A obrigatoriedade de envio de informações pelos entes privados regulados pela CVM (ou por outros entes de regulação) fica condicionado à: (i) previsão da remessa de informações ao SCR em convênio celebrado entre o Banco Central do Brasil e o órgão fiscalizador da entidade remetente[179]; e (ii) edição, pelo órgão regulador da entidade remetente, de ato normativo que discipline a remessa de dados ao SCR. A CVM regulamentou a remessa de informações via SCR pelos fundos de investimento na Resolução n.º 175/2022, que dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento.

A atividade de crédito desenvolvida no âmbito do *shadow banking* é apontada como a causa central da crise norteamericana de 2007, conhecida como crise do "*Subprime"*.[180] Verificou-se o importante papel das securitizadoras e sociedades em conta de participação não fiscalizadas pelo banco central americano como fonte irradiadora das externalidades.

No cenário do *Subprime*, diagnosticou-se ampla atividade no âmbito do "*shadow banking*" orquestrada, muitas vezes, pelas próprias instituições financeiras. Estas promoviam a distribuição dos créditos bancários, via contratos de cessão para securitizadoras ou mesmo para sociedades em conta de participação, excluindo o risco e o passivo da contabilidade da instituição financeira que originou o crédito, conhecido como modelo de "*originate to distribute*", direcionando o passivo para um setor não fiscalizado pelo Banco Central.[181]

O modelo "originar para distribuir" fez disparar o processo de criação e posterior securitização de créditos hipotecários nos Estados Unidos para possibilitar a

---

à regulação de órgão diverso do Banco Central do Brasil, observados os requisitos previstos nos §§ 2º e 3º; (xx) sociedade de crédito direto; e (xxi) sociedade de empréstimo entre pessoas.

[180] *Cf.* Wikipedia "*Em sentido amplo, subprime (do inglês subprime loan ou subprime mortgage) é um crédito de risco, concedido a um tomador que não oferece garantias suficientes para se beneficiar da taxa de juros mais vantajosa (prime rate). Em sentido mais restrito, o termo é empregado para designar uma forma de crédito hipotecário (mortgage) para o setor imobiliário, surgida nos Estados Unidos e destinada a tomadores de empréstimos que representam maior risco. Esse crédito imobiliário tem como garantia a residência do tomador e muitas vezes era acoplado à emissão de cartões de crédito ou a aluguel de carros. O termo é derivado de prime lending rate — a taxa de juros contratada com os tomadores mais confiáveis. Assim, prime lending designa o crédito concedido aos tomadores confiáveis e subprime lending se refere ao crédito dado àqueles tomadores que têm maior risco de inadimplência*." Disponível em: https://pt.wikipedia.org/wiki/Subprime. Acesso em: 8 de nov. de 2023.

[181] Esse modelo de "Originar para distribuir", significa a originação de créditos pelo banco e a posterior cessão destes créditos para securitizadoras e sociedades em conta de participação, transformando, ainda estes créditos em títulos negociáveis. HULL, Jonh. **The credit crush of 2007: What Wet Wrong? Why? What Lessons Can be Learned?** Toronto: University of Toronto Press, 2008, p. 3. Disponível em: https://cs.uwaterloo.ca/~paforsyt/paper-securities-spillovers-pdf.pdf. Acesso em: 2/out/2023.

distribuição via fundos de investimento no mercado de valores mobiliários. Esse modelo "originar para distribuir" representou um incentivo em massa a comportamentos desalinhados (*moral hazard*), pois potencializou a explosão do mercado de hipotecas de baixa qualidade de crédito (*subprime mortgates*), também conhecido como "empréstimos NINJA"[182], concedidos à indivíduos sem renda, sem emprego e sem patrimônio.

Após a originação dos créditos de baixa qualidade pelos bancos, estes eram adquiridos por securitizadoras (antecipando os recebíveis ao Banco e retirando o passivo de sua contabilidade). Logo, eram distribuídos aos investidores via fundo de investimentos no âmbito do mercado de valores mobiliários. Os fundos de investimentos dividiam os créditos em "tranches" de diferentes prioridades para recebimentos: seniores, intermediárias e inferiores.[183] Para facilitar a alienação das tranches com maior risco, operações de inovação financeira eram criadas. As tranches intermediárias eram empacotadas para formar um novo fundo, no qual se absorviam novamente tranches seniores, intermediárias e inferiores, denominadas de carteiras CDO – *collatirazed debt obligations* – ou obrigações de dívidas colaterizadas[184], classificadas no mercado de valores mobiliários como "operações financeiras estruturadas". Finalmente, para fins de conceder menor risco à operação destes fundos, seguradoras, como a *American International Group, Inc.* - AIG[185], estruturavam contratos derivativos de proteção

---

[182] Segundo o Wikipedia, "*Ninja é um tipo de subprime: um crédito concedido a tomadores que não podem comprovar renda, nem emprego e nem a propriedade de ativos (**N**o **I**ncome, **N**o **J**ob, (and) no **A**ssets). A expressão foi cunhada pela HCL Finance, uma financeira da Califórnia, especializada em conceder empréstimos com documentação mínima, isto é, sem exigência de comprovação de renda, emprego ou depósitos bancários. "Ninja" era o nome de um dos seus produtos financeiros. A HCL ganhou destaque especialmente durante a bolha imobiliária nos Estados Unidos, nos anos 2000, e ficou mais conhecida após a deflagração da crise do subprime, entre julho e agosto de 2007, como o principal exemplo de práticas desastrosas na concessão de empréstimos. O uso do termo "ninja" foi assim incorporado ao jargão do mercado, já durante a crise financeira de 2008. Por significarem um risco maior, esses tomadores também pagavam juros mais altos."* Disponível em: https://pt.wikipedia.org/wiki/Subprime. Acesso em: 8 de nov. de 2023.

[183] As tranches superiores ou "seniores" apresentavam prioridade no recebimento de juros e no reembolso do principal sobre as demais, além de retorno previsto em 6% e *rating* classificado como o de mais baixo risco do mercado (AAA); as tranches intermediárias ou "*mezzanines*" eram as seguintes e apresentavam retorno de 10% e rating classificado como de risco intermediário no mercado (BBB); Por fim, a tranche inferior o "equity" apresentava taxa de retorno de 30%, e menor *rating*, seria afetada, em primeiro, em caso de *default* nos contratos imobiliários que as lastreavam. HULL, Jonh. **The credit crush of 2007: What Wet Wrong? Why? What Lessons Can be Learned**? Toronto: University of Toronto Press, 2008, pp. 5-7. Disponível em: https://cs.uwaterloo.ca/~paforsyt/paper-securities-spillovers-pdf.pdf. Acesso em: 2/out/2023.

[184] *Collatirazed debt obligations* (CDO) é um instrumento de securitização de uma dívida que tem garantias de recebimento.

[185] *American International Group, Inc*. (AIG) é uma multinacional americana, companhia de seguros com operações em mais de oitenta países. Disponivel em: https://www.aig.com/home. Acesso em: 7 de nov. de 2023.

(*hedge*) para as CDO´s, passando a se denominar CDS – *Credit Default Swaps*[186]. Segundo Julya Sotto Mayor Wellish: "*Adquirindo um CDS, o agente "troca" (swap) o risco da eventual inadimplência em sua carteira de crédito pelo pagamento de uma remuneração baseada em uma taxa de proteção*."[187]

Observa Otávio Yazbek que os derivativos de crédito, criados a partir da década de 1990, se destinam a administração do risco de crédito com objetivo de maior controle da atividade creditícia bancária e ocasiona maior integração entre mercado financeiro e mercado de valores mobiliários. Nas palavras do autor: *"Assim, mercado de crédito, mercado de títulos, de derivativos e mercado de seguros integram-se cada vez mais, apresentando novas soluções, mas também novos problemas*".[188]

No relatório da *International Organization os Securities Comissions* – IOSCO: "*A Survey of Securities Market Risk Trends",* de 2015, já se reconhece expressamente o potencial risco sistêmico gerado a partir do mercado de valores mobiliários, em razão do gradativo e crescente financiamento da economia que propicia, como no caso dos ascendentes mercados de securitização e fundos.[189]

c) Regulação prudencial:

Como efeito adverso da necessidade de adoção de redes de proteção para evitar ou mitigar riscos sistêmicos, visualizam-se comportamentos nocivos ao eficaz funcionamento de mercado, como: o *moral hazard* e a seleção adversa, construindo-se mais uma espécie de regulação exatamente para conter essas deformações, a denominada regulação prudencial.

A regulação prudencial se revela na imposição de obrigações de cautela que se impõem aos participantes do mercado, no sentido de que estes controlem o nível de risco tomado, abrangendo: exigências de capital mínimo que os bancos devem apresentar, gestão e controle de riscos, prestação de informações e demais regras para

---

[186] *Credit Default Swaps* (CDS) são derivativos de crédito que oferecem ao comprador proteção contra inadimplência e outros riscos. Os compradores de CDS efetuam pagamentos periódicos aos vendedores antes da data de vencimento do crédito. Tal como uma apólice de seguro, o CDS permite que os compradores adquiram proteção contra eventos improváveis que possam afetar seus investimentos.

[187] WELLISH, Julia Sotto Mayor. **Mercado de Capitais, fundamentos e desafios**. São Paulo: Quartier Latim: 2018, p. 127.

[188] YAZBEK, Otávio. **Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais**. Rio de Janeiro: Elsevier. 2007, p. 126.

[189] IOSCO. *A Survey of Securities Market Risk Trends* 2014-2015, pp. 21-23. Disponível em: https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD516.pdf. Acesso em 23 de mar. de 2023.

autorização de funcionamento,[190] com especial foco na manutenção da liquidez dos depósitos.[191]

Muitos dos aspectos da regulação prudencial são, na prática, submetidos aos reguladores ou entes de autorregulação das áreas específicas do mercado de valores mobiliários, a quem incumbe autorizações, fiscalizações e controles em geral[192].

Todavia, os movimentos de contração financeira e os processos de inovação tem gerado uma centralização das atividades prudenciais no regulador responsável pela estabilidade sistêmica.[193] A regulação prudencial tem se aproximado mais da abordagem de supervisão, de controle de riscos e disciplina de mercado na gestão dos bancos e participantes do mercado de valores mobiliários, diminuindo a abordagem de cumprimento de procedimentos internos, próprios do *compliance*.[194]

Nota-se uma evolução das práticas de regulação prudencial ao longo dos anos, ocasionada pelos processos de complexificação das atividades financeiras e das

---

[190] WELLISH, Julia Sotto Mayor. **Mercado de Capitais, fundamentos e desafios**. São Paulo: Quartier Latim: 2018, pp. 84-85.

[191] CARVALHO, Fernando José Cardim de. Inovação Financeira e Regulação Prudencial: da |Regulação de Liquidez aos Acordos de Basiléia. *In*: SOBREIRA, Rogério (org.). **Regulação Financeira e Bancária**. São Paulo: Atlas. 2005, p. 121-139.

[192] Como é o caso, por exemplo, da ANBIMA - Associação Brasileira de Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais, associação privada composta por representantes de instituições do mercado de valores mobiliários associadas, dirigida por um presidente (atualmente do banco Santander), oito vice-presidentes (atualmente, representantes dos bancos: Banco do Brasil, BTG Pactual, Itaú Unibanco, Bradesco, BNP Paribas Brasil, e das Assets: Leblon Equities, BlackRock) e quatorze diretores, eleitos e com mandato de dois anos – que através de um convênio com a CVM, é responsável pelo processo de habilitação de administradores de carteiras. A Anbima é responsável por reunir toda a documentação, tanto de pessoa jurídica quanto de pessoa física, efetuar a análise prévia dos pressupostos, fazer as entrevistas dos prepostos do fundo e promover a visitação das instalações respectivas, antes de seguir para validação da CVM. Os pedidos de habilitação de fundos devem ser feitos no SSM (Sistema de Supervisão de Mercados) da Anbima, plataforma para troca de informações com o mercado. ANBIMA- Associação Brasileira de Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/autorregular/servicos/habilitacao-de-administradores-de-carteira.htm. Acesso em: 24 de mar. de 2023.

[193] Segundo Otávio Yazbek,*"...os movimentos recentes de concentração financeira e os processos de inovação vêm, porém, gerando uma tendencia de superação daquelas práticas, com a centralização das atividades prudenciais, usualmente naquele regulador encarregado de zelar pela estabilidade sistêmica. No caso do Brasil, este tipo de atividade vem, cada vez mais, cabendo ao BCB*". YAZBEK, Otávio. **Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais.** Rio de Janeiro: Elsevier. 2007, p. 240.

[194] Para Frederic Mishkin, como os sistemas bancários desempenham um papel crucial na manutenção da saúde geral da economia, os efeitos adversos de sistemas mal supervisionados podem ser bastante graves. Sem alguma forma de supervisão externa vigilante, os sistemas bancários podem ser vítimas de riscos excessivos, risco moral e corrupção. A regulação prudencial fornece essa supervisão, usando regulamentação e monitoramento do governo para garantir a solidez do sistema bancário e, por extensão, da economia em geral, com objetivo de atingir uma avaliação e supervisão mais ativas das práticas de gerenciamento de risco de um banco. MISHKIN, Frederic S. ***Prudential Supervision: What Works and What doesn´t.*** National Bureau of Economic Resarch. Chicago. 2001. Disponível em: https://www.nber.org/books-and-chapters/prudential-supervision-what-works-and-what-doesnt. Acesso em: 24 de mar. de 2023.

formas de organização das estruturas bancárias para exercício dessas atividades. Fernando José Cardim de Carvalho aponta quatro etapas da regulação prudencial, cada qual marcada por uma estratégia. A primeira etapa é marcada por uma regulação dos balanços e de conteúdo predominantemente prescritivos, na qual o regulador se limita a proibir ou permitir determinadas práticas, impondo, ao regulado, indicadores objetivos para julgar a adequação das operações, com foco nas operações passivas do banco, de modo a garantir liquidez dos depósitos.[195]

A segunda etapa da regulação prudencial, contextualizada em um cenário de aumento significativo de operações bancárias diversas e assunção de novos riscos, se concentra no coeficiente de capital bancário, consagrado a partir da Basiléia de 1998.[196] O foco, antes nas operações passivas do banco, passa para as operações ativas do banco, sobretudo, para os riscos de crédito que envolvem as operações bancárias.

A terceira etapa da regulação prudencial se concentra em mitigar os riscos de liquidez e de mercado, bem assim reconhecer os potenciais riscos gerados a partir dos processos de inovação.

Por fim, na quarta etapa, ganham espaço as estratégias internas de quantificação e monitoramento dos riscos assumidos pelos bancos, exigindo-se a prestação de informações constantes ao mercado e o exercício de controles internos de risco, passando a ser chamada de "supervisão procedimental".[197]

---

[195] CARVALHO, Fernando José Cardim de. Alta inflação e hiper-inflação: uma visão pós-Keynesiana. *In*: BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello, e BATISTA JÚNIOR, Paulo Nogueira. **A Luta Pela Sobrevivência da Moeda Nacional: Ensaios em Homenagem a Dílson Funaro.** São Paulo: Paz e Terra, 1992, p. 324 e ss.

[196] O Acordo da Basiléia de 1988, também conhecido como Basiléia I, desenvolvido pelo Comitê de Supervisão Bancária da Basiléia sediada na Suíça, constitui o marco regulatório internacional que estabeleceu padrões mínimos de capital para os bancos som objetivo de garantia da solidez e estabilidade do sistema bancário global. O principal objetivo era assegurar que os bancos tivessem níveis mínimos de capital para cobrir os riscos associados às suas atividades. Após críticas e em decorrência do desenvolvimento do mercado financeiro, o Acordo foi revisado e aprimorado em versões posteriores, gerando a Basileia II e a Basileia III. KREGEL, Jan. O novo Acordo da Basiléia pode ser bem-sucedido naquilo em que o acordo origina fracassou? *In*: MENDONÇA, Ana Ribeiro; ANDRADE, Rogério Pereira de. **Regulação Bancária e Dinâmica Financeira.** Campinas, SP: Unicamp, IE. 2006, p. 25-38.

[197] CORAZZA, Gentil. Os Dilemas da Supervisão Bancária. *In:* SOBREIRA, Rogério (org.). Regulação Financeira e Bancária. São Paulo: Atlas. 2005. Disponível em: https://revistas.planejamento.rs.gov.br/index.php/indicadores/article/view/1659/2027. Acesso em: 24 de mar. de 2023.

A regulação prudencial se espraiou no mercado de valores mobiliários mediante uma série de exigência de controles de risco, supervisão e envio constante de informações.

Otávio Yazbek[198] aponta como principais mecanismos típicos de regulação prudencial: os procedimentos de autorização para funcionamento[199], de adoção de controle de riscos e adequação patrimonial[200], de supervisão e o envio de informações para os reguladores.[201]

1.6. Estrutura regulatória: regulação estatal e autorregulação

A compreensão do que se entende por regras regulatórias é controversa. De um lado, defende-se que a regulação inclui a legislação primária, normas sociais e profissionais. O conceito, portanto, não ficaria restrito à atuação estatal.[202] De outro lado, compreende-se por regras regulatórias aquelas editadas por uma agência ou ente de regulação que detenha autorização especial para tanto, ou seja, monopólio estatal.[203]

---

[198] YAZBEK, Otávio. **Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais**. Rio de Janeiro: Elsevier. 2007, p. 242.

[199] Segundo Otávio Yazbek: *"A autorização para funcionamento das instituições financeiras é um importante instrumento de regulação prudencial na medida em que, por intermédio da definição ex ante de categorias operacionais e padrões de qualificação técnica e financeira, e da consequente verificação do atendimento a esses requisitos, se estabelece importante mecanismo de redução das assimetrias informacionais. Para o consumidor, se uma determinada instituição foi autorizada a operar, presume-se que ela tenha atendido àquele mínimo estabelecido pelo regulador."* YAZBEK, Otávio. **Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais.** Rio de Janeiro: Elsevier. 2007, p. 243.

[200] No que tange aos bancos, o principal instrumento adotado para garantir a adequação patrimonial é o Acordo de Basiléia, de forma a limitar a exposição dos bancos decorrente do endividamento, adotado inicialmente pelo BCB a partir da Resolução CMN n. 2.099/1994, com posteriores alterações.

[201] A supervisão, que integra a regulação prudencial, consiste no monitoramento contínuo e sistemático das informações disponíveis, bem como na análise do impacto das ocorrências sobre a situação econômico-financeira dos bancos. "*O BCB realiza seu papel de supervisão das instituições do SFN de três formas: na autorização para ingresso no SFN; pelo monitoramento constante de informações dessas instituições; e por meio de atividades de fiscalização direta, quando servidores do BCB vão até a instituição para realizar inspeções ou atividades de acompanhamento."* Disponível em: https://www.bcb.gov.br/Pre/Surel/RelAdmBC/2012/relatorio-de-atividades/sistema-financeiro-nacional/supervisao.html. Acesso em: 24 de mar. de 2023.

[202] Neste sentido, Julia Black, citada por Flavine Meghy Metne Mendes, define a regulação "*como tentativa sustentada e focada com o propósito de alterar comportamento de outrem, de acordo com os padrões e propósitos definidos, com a intenção de produzir um conjunto amplo de resultados, podendo envolver mecanismos de padronização, coleta de informações e modificação de comportamento. O conceito, no entanto, não restringe essa atividade à exclusividade da atuação estatal*." MENDES, Flavine Meghy Metne. O conceito de regulação e seus desdobramentos práticos. In: VORONOFF, Alice, PALMA, Juliana Bonacorsi de; TOLEDO, Renato. **Coleção de Direito Administrativo Sancionador: Direito Administrativo Sancionador Regulatório**. Rio de Janeiro: CEEJ. 2022, p. 132.

[203] Neste sentido, Levi Faur, citado por Flavine Meghy Metne Mendes, define a regulação: "*...a regulação inclui a promulgação de regras prescritivas burocráticas e administrativas pelos órgãos reguladores, bem como monitoramento e aplicação das mesmas por atores sociais, empresariais e políticos." Ibid*, p. 133.

Conceitos amplos de regulação não raro alcançam diversos mecanismos de controle, compreendendo normas mais flexíveis, como a *soft low*, incluindo processos não intencionais e não estatais. Definições amplas acerca de regulação são coerentes com a concepção descentralizada de regulação. As abordagens descentralizadas da regulação fortalecem a complexidade de interações e interdependências entre atores sociais e o governo no processo regulatório.[204]

A regulação estatal inclui a promulgação de regras prescritivas e administrativas pelos entes reguladores, bem assim a prerrogativa de monitoramento e fiscalização da aplicação destas regras pelos atores sociais, empresariais e públicos, e a aplicação de sanções em caso de descumprimentos. Nesta perspectiva, não ostentariam a natureza regulatória estatal as normas editadas livremente pelos próprios atores regulados.

Cabe registrar a diferença entre regulação estatal, autorregulação e autorregulação combinada com regulação estatal.[205]

A regulação estatal pressupõe a intervenção direta do Estado na criação, aplicação e fiscalização de normas e políticas públicas que governam as condutas dos atores privados nos setores específicos da exploração da atividade econômica.

Na regulação estatal, o Estado, a partir de políticas públicas, cria normas atreladas ao interesse público, atribuindo às autarquias especiais de regulação a função de regulamentar, aplicar, orientar e fiscalizar o cumprimento destas normas. Na regulação estatal, o Estado assume papel ativo na definição de políticas, padrões, regras, garantindo o equilíbrio dos interesses público e privado, assim como a proteção dos direitos dos usuários, do meio ambiente, da concorrência justa, dentre outros interesses constitucionalmente tutelados, além do cumprimento das normas técnicas.

---

[204] O conceito amplo de regulação é tratado por Flavine Meghy Metne Mendes. *Ibid*, p. 133.

[205] Egon Bockmann Moreira, citando Vital Moreira, afirma que há três formas de os sistemas econômicos se organizarem, não necessariamente autoexcludentes: (i) regulação estatal com direção central do Estado (escolhas, regras e disciplinas concentradas no Estado); (ii) livre mercado, que pressupõe escolhas difusas decorrentes da oferta e da procura e (iii) autorregulação: na qual os agentes econômicos criam as próprias regras, que transcendem o mercado, mas não são heterônomas (não advém de terceiro, estranho ao setor). MOREIRA, Egon Bockmann. Liberdade de Iniciativa, Ordens Profissionais e autorregulação – caso música e polícia: STF, ADPF n.º 183. *In*: MARQUES NETO, Floriano de Azevedo; MOREIRA, Egon Bockmann; GUERRA, Sérgio**. Dinâmica da Regulação: estudo de casos da jurisprudência brasileira – a conveniência dos tribunais e órgãos de controle com agências reguladoras, autoridade da concorrência e livre iniciativa**. Belo Horizonte: Forum. 2021, p. 297-310, p. 299.

Na autorregulação[206], por outro lado, os próprios atores regulados criam normas, padrões de conduta e políticas para autoaplicação e/ou aplicação às empresas de um determinado setor, muitas vezes, por meio de associações ou entidades representativas. Na autorregulação as organizações do setor são responsáveis por elaborar e aplicar as normas, padrões e políticas sem a intervenção direta do Estado na formulação das regras (no caso da autorregulação pura) ou através de diretrizes estabelecidas pelo Estado, partindo da base de que os próprios atores do setor possuem o conhecimento e o interesse para estabelecer os mais adequados padrões conformes, técnicos e éticos, especialmente, quando se trata de setores mais especializados. A autorregulação cumula três importantes predicados: constitui forma de regulação, de regulação coletiva e não estatal.[207]

Compreende-se que regulação estatal e autorregulação são abordagens regulatórias diferentes e, inclusive, complementares.[208] A classificação da autorregulação pode variar conforme o grau de intervenção do Estado[209] e do setor, destacando: a) autorregulação pura[210]: na qual o Estado possui ingerência mínima na formulação das regras e políticas para o setor, cabendo às próprias organizações ou associações

---

[206] Egon Bockmann Moreira afirma que: "*Por meio da autorregulação são estabelecidas regras de forma interna e autônoma, sem controles heterônomos. No modelo ideal, menos regras (leia-se: desregular), com acentuado caráter de soft law, em ambientes de acordos de cavalheiros. Pretende-se estabelecer pautas mais eficientes - eis que manufaturadas por aqueles que efetivamente entendem das peculiaridades do respectivo setor econômico: as próprias pessoas que desenvolvem a atividade regulada. Mais eficientes, menos intrusivas e mais bem acolhidas pelos mercados, pois feitas pelos pares." Ibid*, p. 299.

[207] MOREIRA, Vital. **Auto-Regulação Estatal e a Administração Pública**. Coimbra: Almedina. 1997, pp. 52-53.

[208] Para Egon Bockmann Moreira: "*Hoje, na maioria dos países, vigoram sistemas econômicos regulatórios de caráter misto, nos quais coabitam a regulação estatal, o livre mercado e a autorregulação, publicamente institucionalizada ou reconhecido.*" MOREIRA, Egon Bockmann. Liberdade de Iniciativa, Ordens Profissionais e autorregulação – caso música e polícia: STF, ADPF n.º 183. *In*: MARQUES NETO, Floriano de Azevedo; MOREIRA, Egon Bockmann; GUERRA, Sérgio. **Dinâmica da Regulação: estudo de casos da jurisprudência brasileira – a conveniência dos tribunais e órgãos de controle com agências reguladoras, autoridade da concorrência e livre iniciativa**. Belo Horizonte: Forum. 2021, p. 297-310, p. 299.

[209] Segundo Para Egon Bockmann Moreira: "*...A iniciativa da regulação pode ser privada (os próprios agentes econômicos adotam espontaneamente a alternativa regulatória - o que tende a esvaziar a regulação pública heterônoma) ou pública (quando o Estado determina, ordena a autorregulação).*" *Ibid*, p. 300.

[210] As raízes da autorregulação remontam na liberdade de associação (Art. 5º, inciso XVII, CF), cumulados com o direito ao exercício de trabalho e profissões (Art. 5º, XIII, CF) e à liberdade de iniciativa, sob a ótica do fundamento da República Federativa do Brasil (Art. 1º, IV, CF) e como princípio da Ordem Econômica (Art. 170, caput, CF). Neste sentido, afirma Egon Bockmann Moreira: "*A ideia de autorregulação aproxima-se, portanto, da desregulação estatal e da assunção da tarefa regulatória pelos profissionais que a exercitam (em todo o seu ciclo regulatório, desde edição de normas até fiscalização e punições). Igualmente, destina-se a assegurar a qualidade dos serviços e assegurar o correto exercício da profissão (a fim de gerar confiança e segurança dos mercados). Por isso as entidades de autorregulação detém legitimidade especial para a defesa dos interesses da dignidade da profissão*." *Ibid*, p. 300.

representativas do setor criarem e aplicarem as normas, sem intervenção significativa do Estado, com é o exemplo dos códigos de ética das associações profissionais; b) autorregulação supervisionada: a partir desta abordagem regulatória, o Estado desempenha um papel de supervisão para garantir que as normas, regras e políticas estabelecidas para o setor sejam consistentes com o interesse público. Na autorregulação supervisionada, o Estado revisa e aprova as normas, padrões e políticas propostas pelo setor antes da sua implementação; c) autorregulação combinada com regulamentação estatal[211] (equivaleria à autorregulação forçada na teoria da regulação responsiva): a autorregulação coexiste com a regulação estatal. Neste caso, o Estado estabelece regras gerais diretivas vinculativas, sendo que o setor privado possui a flexibilidade de adequar seu cumprimento, da melhor maneira, via elaboração de normas específicas e conformes.[212]

A classificação entre regulação estatal e as formas de autorregulação são importantes porque as categorias regulatórias podem se combinar de diferentes formas no cenário da organização do setor econômico com o propósito de alterar o comportamento de acordo com padrões e propósitos definidos, sobretudo na perspectiva da regulação responsiva. A classificação entre regulação estatal e formas de autorregulação possui objetivo metodológico para o estudo dos entes reguladores, da atividade de regulação, dos efeitos da regulação, suas finalidades, prerrogativas e competências.[213]

[211] A autorregulação pode ser classificada como estratégia regulatória induzida pelo próprio Poder Público. Neste caso, a iniciativa da instituição de autorregulação parte do Estado ao dotar certas entidades de competência regulatória para dispor de temas de sua pertinência.

[212] Floriano de Azevedo Marques distingue três espécies de autorregulação: voluntária, reconhecida e induzida, que, equivalem à autorregulação pura, supervisionada e combinada respectivamente. MARQUES, Floriano de Azevedo. **Regulação estatal e autorregulação na economia contemporânea**. Revista de Direito Público da Economia. Belo Horizonte: Forum. Jan./mar. 2011

[213] O conceito restritivo de regulação é tratado por Flavine Meghy Metne Mendes, a partir de da concepção de um mandato legal apoiado pela possibilidade de sanções. *Ibid*, p. 129-132.

2. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

2.1. Contexto histórico.

A observação da atuação do mercado de valores mobiliários brasileiro revela a constante presença do Estado como autoridade reguladora; mas também como acionista controlador de companhia aberta; de sociedade de economia mista emissora de valores mobiliários; como originador de ativos subjacentes a valores mobiliários; como integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários, a exemplo de bancos de investimento e corretoras sob controle estatal; e como relevante investidor institucional: cotista de fundo de investimento e entidade patrocinadora de fundos de pensão.

Além de atuar diretamente no mercado de valores mobiliários e promover sua regulação, o Estado serve-se de suas funções para captação de recursos e administração de riscos para o atingimento dos objetivos de políticas públicas traçadas para os mais diferentes setores.

Os marcos de regulação brasileira para o mercado de valores mobiliários foram estabelecidos a partir da década de 1960, pois até então o mercado era incipiente e desorganizado, contando com alguns Decretos e Leis esparsos, sem consistência de uma política única minimamente identificada.[214]

Antes de 1964 não havia uma instituição financeira com as funções centralizadas da economia brasileira. As funções típicas de um Banco Central eram desempenhadas por distintas instituições, como: Tesouro Nacional, Superintendência da Moeda e Crédito e Banco do Brasil, todos sob a égide do Conselho da Superintendência da Moeda e Crédito.[215] Segundo Andrea Fernandes Andrezo:

> Até fins da década de 50, a estrutura financeira nacional incluía, basicamente, bancos comerciais, caixas econômicas, seguradoras, financeiras, BNDS e BNCC. As caixas econômicas eram basicamente instituições voltadas ao financiamento de habitação, além de promoverem empréstimos em consignação, principalmente a funcionários públicos, e executarem pequenos empréstimos de caráter social, mediante penhora de bens individuais. Dessa forma, competia aos bancos comerciais grande responsabilidade pelo financiamento das atividades produtivas no Brasil. No entanto, o sistema bancário resumia-se essencialmente a crédito de curto prazo, pois os bancos brasileiros raramente operavam com empréstimos e financiamentos a longo prazo.[216]

---

[214] ANDREZO, Andrea Fernandes; LIMA, Iran Siqueira. **Mercado Financeiro: aspectos históricos e conceituais**. 2 ed. São Paulo: Pioneira Thomson Learning. 2002, p. 117.
[215] *Ibid*, p. 23-33.
[216] *Ibid*, p. 29.

Embora já existissem bolsas de valores[217], o sistema pouco contribuía para capitalizar as empresas, pois o mercado acionário era insignificante, não havia legislação sobre sociedades anônimas de capital aberto, não havia regras sobre a necessidade de transparência das companhias emissoras de títulos e valores mobiliários, não havia a figura do investidor institucional e não havia a tradição e confiança das famílias detentoras das empresas em recorrer ao mercado de valores mobiliários como possibilidade de obtenção de recursos.

Objetivando conter o processo inflacionário, que dificultava o desenvolvimento do setor privado, bem assim estimular a poupança privada para retirar do Estado a incumbência de proporcionar financiamento (via recursos públicos ou imposições de poupança forçada), mostrava-se necessário desenvolver o mercado financeiro e de valores mobiliários visando alocar recursos externos e/ou internos (estes provenientes da poupança popular) para o setor produtivo, propiciando financiamentos de médio e longo prazo.

Na década de 60, era consenso no Governo a necessidade de reformas que envolvessem a restruturação do sistema financeiro compreendendo a aprovação de legislação sobre companhias de capital aberto, mecanismos de supervisão, fiscalização do mercado financeiro, controle de emissão monetária (retirando-se o poder de emissor do Banco do Brasil) e a criação e conceituação de novas instituições e novos instrumentos

[217] Explica Otávio Yazbek que no Brasil o regime das bolsas de valores surge como atividade assessória as atividades dos corretores. A sua primeira regulação remonta de 1843, centralizando a realização de operações em "praças de comércio" (expressão cunhada no Código Comercial de 1850). A primeira referência oficial a "bolsa" data de 1877. Em 1897 foi regulamentada a atividade da Bolsa de Valores do Distrito Federal (a futura Bolsa de Valores do Rio de Janeiro - BVRJ). Em 1898 foi instituída a Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) como entidade oficial corporativa dos corretores de fundos públicos, vinculada à Secretaria de Finanças do Estado de São Paulo. Estima-se que até meados dos anos 60, havia cerca de 27 bolsas de valores espalhadas pelo Brasil, pois cada estado tinha a sua. Cada uma delas era controlada pelas secretarias de finanças dos próprios estados, sendo a maior e mais importante da época a Bolsa do Rio de Janeiro. A Lei n.º 4.728/1965 reformulou o sistema de bolsas de valores, mantendo determinados controles sobre a atividade, então exercidos pelo Banco Central, e implementou uma larga e polêmica "despublicização" do regime, destacando o caráter empresarial das atividades dos corretores e a natureza privada das instituições bursáteis. A partir de então, as bolsas passaram a atuar com associações civis constituídas pelos corretores e eles pertencentes, sem prejuízo do interesse público de suas atividades. Até 2007 as bolsas eram associações civis sem fins lucrativos regidas por seus respectivos estatutos e pelos artigos 53 e ss. do Código Civil, com seus patrimônios representados por títulos de propriedade detidos pelos associados. Em 2007 ocorre a "desmutualização", ou seja: a "transformação" de associações integradas exclusivamente pelos membros registrados em sociedades anônimas; seguida da abertura do capital das companhias resultantes de referida "transformação" para a negociação das respectivas ações em bolsa de valores. Transforma-se o regime jurídico das bolsas de valores para sociedade anônimas sujeitas ao regime empresarial, justificada pela necessidade de garantia de liquidez, atração de novos participantes, profissionalização das suas estruturas, ganhos em eficiência e redução de custos. YAZKEK, Otávio. **Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais**. Rio de Janeiro: Elsevier. 2007, p. 139-141.

financeiros. Tal contexto resta consignado em Relatório de monitoramento e auditoria da CVM, produzido pelo órgão de controle externo, Tribunal de Contas da União (TCU):

> Em meados de 1964 iniciou-se um programa de grandes reformas na economia nacional, dentre as quais figurava a reestruturação do mercado financeiro, com a edição de diversas novas leis, entre elas a Lei nº 4.728/65, primeira Lei de Mercado de Capitais, que disciplinou esse mercado e estabeleceu medidas para seu desenvolvimento.[218]

Em 1964, pós-Golpe Militar, houve a implementação de reforma do sistema financeiro, visando a criação de um mercado eficiente de alocação de recursos na economia, ao mesmo tempo que objetivava conter a inflação e, como resultado, obter maiores taxas de crescimento econômico. Nas palavras de Andrea Andrezo Fernandes:

> O objetivo explícito era o alargamento do mercado, por meio da criação de novas instituições e do fortalecimento das já existentes, visando aumentar a taxa de poupança nacional e a racionalizar o fluxo de recursos financeiros para atividades produtivas. Nesse sentido verifica-se uma manifestação do fenômeno *Supply Leading.*[219]

Entre 1960 e 1970 foram promulgadas diversas leis relevantes para a estruturação do Sistema Financeiro Nacional: Lei de Capitais Estrangeiros (Lei n.º 4.131/1962[220]), Lei de Correção Monetária (Lei n.º 4.357/1964[221]), Lei do Sistema

---

[218] TRIBUNAL DE CONTAS DA UNIÃO. Processo n.º 027.307/2018-8 – Monitoramento. MONITORAMENTO DAS DETERMINAÇÕES E/OU RECOMENDAÇÕES FEITAS A(AO) Comissão de Valores Mobiliários, Ministério da Economia, POR MEIO DO ACÓRDÃO 3252/2020-Plenário, NO ÂMBITO DO PROCESSO 027.307/2018-2.Assunto: Auditoria integrada para verificar a conformidade e os riscos existentes na atuação da CVM na regulação e fiscalização do mercado de capitais. Relator: Antonio Anastasia. 2020. Disponível em: https://conecta-tcu.apps.tcu.gov.br/tvp/72679973. Acesso em: 27 de nov. de 2023.

[219] A Lei 4.131/1962 disciplina a aplicação do capital estrangeiro e as remessas de valores para o exterior, possibilitava que bancos estrangeiros emprestassem recursos diretamente a empresas nacionais, incentivando o investimento estrangeiro no Brasil, evitando a evasão de divisas, ao mesmo tempo que garantia ao investidor estrangeiro a repatriação do capital investido e de seus rendimentos. ANDREZO, Andrea Fernandes; LIMA, Iran Siqueira. **Mercado Financeiro: aspectos históricos e conceituais**. 2 ed. São Paulo: Pioneira Thomson Learning. 2002, p. 34.

[220] A Lei n.º 4.131/1962, que disciplina a aplicação do capital estrangeiro e as remessas de valores para o exterior, prevalece em vigor, porém foi parcialmente alterada pelas Leis n.º 4.690/1964, 2.224/2001, Medida Provisória n.º 14.286/2021, Lei n.º 13.017/2014, Lei 13.506/2017 e Lei n.º 14.286/2021. BRASIL. LEI N.º 4.131 de 3 de setembro de 1962. Disciplina a aplicação do capital estrangeiro e as remessas de valores para o exterior e dá outras providências. Brasília, DF: Diário Oficial da União, 1962. Disponível em: https://legislacao.presidencia.gov.br/atos/?tipo=LEI&numero=4131&ano=1962&ato=185MzZ61kMVRVT24e. Acesso em: 19 de set. de 2022.

[221] A Lei n.º 4.357/1964 autoriza a emissão de Obrigações do Tesouro Nacional, altera a legislação do imposto sobre a renda, tinha como objetivo principal aumentar a arrecadação fiscal via correção monetária dos débitos fiscais. A Lei n.º 4.357/1964, permanece em vigor com algumas alterações, em especial, as mais recentes: Lei n.º Lei n.º 11.051/2004 e Lei n.º 8.383/1991. BRASIL. LEI N.º 4.357 de 16 de julho de 1964. Autoriza a emissão de Obrigações do Tesouro Nacional, altera a legislação do impôsto sôbre a renda, e dá outras providências. Brasília, DF: Diário Oficial da União, 1964. Disponível em: https://www2.camara.leg.br/legin/fed/lei/1960-1969/lei-4357-16-julho-1964-376620-norma-pl.html. Acesso em: 19 de set. de 2022.

Financeiro de Habitação (Lei n.º 4.380/1964[222]), Lei de Reforma Bancária (Lei n.º 4.595/1964[223]), Lei do Mercado de Capitais (Lei n.º 4.728/1965[224]), Lei de Reservas Monetárias (Lei n.º 5.143/1966[225]), Lei de Seguros (Decreto-Lei n.º 73/1966[226]), Lei de

[222] A Lei n.º 4.380/1964 buscava suprir a carência habitacional no país via imposição de novas contribuições obrigatórias, institui a correção monetária nos contratos imobiliários de interesse social, o sistema financeiro para aquisição da casa própria, cria o Banco Nacional da Habitação (BNH), e Sociedades de Crédito Imobiliário, as Letras Imobiliárias, o Serviço Federal de Habitação e Urbanismo, permanece em vigor e foi parcialmente alterada, em especial, pela Lei n.º 4.864/1965, Lei 5.049/1966, Lei n.º 5.455/1968, Decreto-Lei n.º 1.338/1974, Lei n.º 11.977/2009, Lei n.º 13.137/2015. BRASIL. LEI N.º 4.380 de 21 de agosto de 1964. Institui a correção monetária nos contratos imobiliários de interêsse social, o sistema financeiro para aquisição da casa própria, cria o Banco Nacional da Habitação (BNH), e Sociedades de Crédito Imobiliário, as Letras Imobiliárias, o Serviço Federal de Habitação e Urbanismo e dá outras providências. Brasília, DF: Diário Oficial da União, 1964. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l4380.htm. Acesso em 19 de set. de 2022.

[223] A Lei n.º 4.595/1964 tem objetivo de reestruturar o sistema financeiro nacional, criando o Conselho Monetário Nacional e o Banco Central do Brasil e redesenhando as funções do Banco do Brasil. Conceituou-se instituição financeira e demais instituições equiparadas, determinou-se objetivos da política de moeda e de crédito, passando o Sistema Financeiro Nacional a apresentar a seguinte estrutura: (i) Conselho Monetário Nacional (responsável pela formulação e coordenação do Sistema Financeiro Nacional, com função essencialmente normativa), (ii) Banco Central do Brasil (responsável pela execução e fiscalização da política de moeda e crédito do país), (iii) Banco do Brasil, (iv) Banco de Desenvolvimento Econômico e Nacional e (v) Demais instituições financeiras públicas e privadas. Dispõe sobre a Política e as Instituições Monetárias, Bancárias e Creditícias, Cria o Conselho Monetário Nacional, está atualmente em vigor, foi parcialmente alterada principalmente pelas Leis n.º 13.506/2021 e 14.286/2021. BRASIL. LEI N.º 4.595 de 31 de dezembro de 1964. Dispõe sobre a Política e as Instituições Monetárias, Bancárias e Creditícias, Cria o Conselho Monetário Nacional e dá outras providências. Brasília, DF: Diário Oficial da União, 1964. Disponível em: https://legislacao.presidencia.gov.br/atos/?tipo=LEI&numero=4131&ano=1962&ato=185MzZ61kMVRVT24e. Acesso em: 22 de set. de 2022.

[224] A Lei n.º 4.728/1965, que disciplina o mercado de capitais e estabelece medidas para o seu desenvolvimento, apresentou diversas inovações com o objetivo de modernizar o mercado de capitais, de modo que ele pudesse oferecer possibilidades de crédito de médio e longo prazo para estimular o desenvolvimento econômico expressamente almejado pelo governo na respectiva Exposição de Motivos da Lei, resumindo-se o objetivo em três frentes essenciais: (i) estabelecer padrões de conduta para os participantes do mercado de capitais objetivando criar um ambiente sólido e confiável; (ii) fortalecer as instituições financeiras existentes e estimular a criação de novas instituições; (iii) conceder incentivos às companhias que abrissem capital. A Lei de Mercado de Capitais aumentou as atribuições do Conselho Monetário Nacional, que passa a ter a função de disciplinar o mercado de capitais, e do Banco Central, este com funções regulatórias e fiscalizatórias. Está em vigor e foi parcialmente alterada, em especial, pela Lei n.º 10.931/2004, Lei n.º 13.506/2017, Lei n.º 13.986/2020 e Lei n.º 14.286/2021. BRASIL. LEI N.º 4.728 de 14 de julho de 1965. Disciplina o mercado de capitais e estabelece medidas para o seu desenvolvimento. Brasília, DF: Diário Oficial da União, 1965. Disponível em: https://legislacao.presidencia.gov.br/atos/?tipo=LEI&numero=4728&ano=1965&ato=bbcITWq1UeZRVT68b. Acesso em: 19 de set. de 2022.

[225] A Lei n.º 5.143/1966, que institui o Imposto sobre Operações Financeiras, regula a respectiva cobrança, dispõe sobre a aplicação das reservas monetárias oriundas de sua receita, responsável por instituir o Imposto sobre Operações Financeiras (IOF), recolhidas pelo Banco Central e incidente sobre operações de crédito e seguros realizadas por instituições financeiras, que, à época, tinhas a finalidade de constituir reservas destinadas a serem aplicadas pelo Banco Central para exercício da intervenção nos mercados de câmbio e de títulos, bem assim prestar assistência às instituições financeiras. Está em vigor e foi parcialmente alterada pelo Decreto-Lei nº 914, de 7/10/1969. BRASIL. LEI N.º 5.143 de 20 de outubro de 1966. Institui o Impôsto sôbre Operações Financeiras, regula a respectiva cobrança, dispõe sôbre a aplicação das reservas monetárias oriundas de sua receita, e dá outras providências. Brasília, DF: Diário Oficial da União, 1966. Disponível em: https://www2.camara.leg.br/legin/fed/lei/1960-1969/lei-5143-20-outubro-1966-364639-publicacaooriginal-1-pl.html. Acesso em 19 de set. de 2022.

[226] Decreto-Lei n.º 73/1966 dispõe sobre o Sistema Nacional de Seguros Privados, regula as operações de seguros e resseguros, criando o Sistema Nacional de Seguros Privados, importantíssimo instrumento de

socialização do risco, criado para proteção de riscos econômicos individuais. O Estado exerce o controle sobre operações de seguros, sistema composto por: (i) Conselho Nacional de Seguros Privados, (ii) Superintendência de Seguros Privados;(iii) Institutos de Reseguros do Brasil; (iv) Sociedades autorizadas a operar em seguros privados, e (v) corretores habilitados. As companhias seguradoras são consideradas investidores institucionais, pois agregam poupança de vários agentes econômicos. Foi parcialmente alterado, em especial, pelo Decreto Lei nº 296, de 28/2/1967, Lei n.º 8.374, de 30/12/1991, Lei n.º 9.482/1997, Lei nº 9.932/99, Lei nº 10.190/2001, Lei Complementar nº 126, de 15/1/2007, *Lei n.º 13.874/2019, Lei 13.986/2020.* BRASIL. DECRETO-LEI N.º 73 de 21 de novembro de 1966. Dispõe sôbre o Sistema Nacional de Seguros Privados, regula as operações de seguros e resseguros e dá outras providências. Brasília, DF: Diário Oficial da União, 1966. Disponível em: https://www2.camara.leg.br/legin/fed/declei/1960-1969/decreto-lei-73-21-novembro-1966-374590-publicacaooriginal-1-pe.html. Acesso em: 19 de set. de 2022.

Títulos de Capitalização (Decreto-Lei n.º 261/1967[227]); Lei de Consórcios (Resolução CMN n.º 67/1967[228]); Resolução CMN n.º 18/1966[229]; Resolução CMN n.º 39/1966[230]; Resolução CMN n.º 76/67[231].

Não obstante a reestruturação do Sistema Financeiro Nacional, incluindo a criação do Conselho Monetário Nacional e Banco Central, Conselho Nacional de

[227] O Decreto-Lei n.º 261/1967, dispõe sobre as sociedades de capitalização e visa a estimular a poupança popular, com o objetivo de oferecer ao público a constituição de capital mínimo, pago em moeda corrente, em prazo máximo indicado no plano aderido, à pessoa que possuir o título. Os títulos de capitalização constituem forma de investimento que remunera rendimentos modestos, mas dão aos poupadores a possibilidade de receber prêmios. As companhias emissoras de títulos de capitalização (sociedades de capitalização) são reguladas e fiscalizadas pelo Conselho Nacional de Seguros Privados e são consideradas investidores institucionais, pois agregam poupança de vários agentes econômicos. Está atualmente em vigor e foi parcialmente alterado, em especial, pela Lei Complementar nº 137, de 26/8/2010. BRASIL. DECRETO-LEI N.º 261 de 28 de fevereiro de 1967. Dispõe sôbre as sociedades de capitalização e dá outras providências. Brasília, DF: Diário Oficial da União, 1967. Disponível em: https://www2.camara.leg.br/legin/fed/declei/1960-1969/decreto-lei-261-28-fevereiro-1967-376143-norma-pe.html. Acesso em 19 de set. de 2022.

[228] A Resolução CMN n.º 67/1967 dispõe sobre distribuição gratuita de prêmios, mediante sorteio, vale-brinde ou concurso, a título de propaganda, estabelece normas de proteção à poupança popular e possui a finalidade de estimular a formação de poupança para aquisição de bens e serviços, através da reunião de pessoas físicas ou jurídicas em grupos fechados, promovidas e organizadas por administradores de consórcios. As companhias administradoras de consórcios são reguladas e fiscalizadas pelo Banco Central e são consideradas investidores institucionais, pois agregam poupança de vários agentes econômicos. Foi revogada pela Resolução BACEN n.º 2927/2002. Foi editada a Lei n.º 5.768/1971, que dispõe sobre distribuição gratuita de prêmios, mediante sorteio, vale-brinde ou concurso, a título de propaganda, estabelece normas de proteção à poupança popular, alteração parcial e principalmente pela Lei n.º 7.691/1988, Lei n.º 11.795/2008, Lei n.º 14.017/2020 e Lei n.º 14.351/2022. BANCO CENTRAL DO BRASIL. Resolução N.º 67 de 21 de setembro de 1967. Brasília, DF: Diário Oficial da União, 1967. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l5768.htm. Acesso em 19 de set. de 2022.

[229] A Resolução CMN n.º 18/1966 regulamentou os bancos de investimentos como instituições financeiras privadas, especializadas em operações de participação ou de financiamento, a prazos médio e longo, para suprimento de capital fixo ou de movimento, mediante aplicação de recursos próprios e coleta, intermediação e aplicação de recursos de terceiros destinados a realizações de operações de financiamento e de investimento de médio e longo prazo. Foi parcialmente alterada pela Resolução n.º 815/1983, Resolução n.º 1.559/1988, Resolução n.º 2.325/1996. BANCO CENTRAL DO BRASIL. Resolução N.º 18 de 18 de fevereiro de 1966. Brasília, DF: Diário Oficial da União, 1966. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1966/pdf/res_0018_v10_L.pdf. Acesso em 14 de set. de 2022.

[230] A Resolução CMN n.º 39/1966, que conceituou e disciplinou o funcionamento da bolsa de valores e das sociedades corretoras e distribuidoras de títulos e valores mobiliários, foi revogada pela Resolução BACEN n.º 922/1984. Atualmente, está em vigor a resolução CMV n.º 5.008 de 24 de março de 2022, que dispõe sobre a constituição, a organização e o funcionamento das sociedades corretoras de títulos e valores mobiliários e das sociedades distribuidoras de títulos e valores mobiliários. BANCO CENTRAL DO BRASIL. Resolução N.º 39 de 20 de outubro de 1966. Brasília, DF: Diário Oficial da União, 1966. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o%20CMN&numero=5008. Acesso em: 19 de set. de 2022.

[231] A Resolução CMN n.º 76/67 conceituou e disciplinou as sociedades distribuidoras de títulos e valores mobiliários, definindo que estas não podem operar diretamente na Bolsa de Valores. Foi revogada pela Resolução CMN n.º 1120/1986, que também foi revogada pela Resolução CMN n.º 5.008/2022, vigente. BANCO CENTRAL DO BRASIL. Resolução N.º 76 de 22 de novembro de 1967. Brasília, DF: Diário Oficial da União, 1967. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o%20CMN&numero=5008. Acesso em 19 de set. de 2022.

Seguros Privados, Superintendência Nacional de Seguros Privados, bem assim diversas leis, decretos e resoluções relacionadas acima, as medidas não foram suficientes para conter o processo de recessão econômica que, em 1966, acelerava e decorria do resultado de outras medidas de política-econômica adotadas à época. Como destaca Andrea Fernandes Andrezo:

> ...redução de salários, reajustes das tarifas públicas, correção monetária dos alugueis e das prestações para a casa própria, política financeira de limitação do crédito, aumento de impostos e controle indireto dos preços. Tudo isso gerou uma queda do consumo e problemas para as empresas, que não conseguiram atender as suas necessidades de capital de giro, pois as taxas de poupança voluntária mantinham-se insuficientes para sustentar o crescimento econômico. Essa situação levou a economia a um processo de recessão em 1966.[232]

Em tese, na década de 1960, no Brasil, as empresas poderiam recorrer ao mercado de valores mobiliários em busca de alternativas para captação de recursos. No entanto, o setor passava por uma restruturação que impedia essa alternativa.

O contexto exigia medidas que proporcionassem combate à inflação, estímulo à poupança popular para possibilitar o financiamento do setor produtivo e fortalecimento do setor privado.

Como resposta, o Governo buscou instrumentos que propiciassem o crédito não bancário, criando incentivos à captação de recursos externos, regulamentando bancos de investimento, criando mecanismos de poupança compulsória (PIS, PASEP[233], FGTS[234]) e criando incentivos fiscais para financiamento privado (Fundos 157[235]).

---

[232] ANDREZO, Andrea Fernandes; LIMA, Iran Siqueira. **Mercado Financeiro: aspectos históricos e conceituais**. 2 ed. São Paulo: Pioneira Thomson Learning. 2002, p. 77.

[233] O PIS – Programa de Integração Social, criado pela Lei Complementar n.º 7 de 1970 - e o PASEP – Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público, criado pela Lei Complementar n.º 8 de 1970 – são fundos compostos por contribuições dos empregados e destinados aos trabalhadores, com objetivo de lhes garantir um patrimônio individual progressivo e estimular a poupança, bem assim, estimular o desenvolvimento econômico social do país. *Ibid*, p. 80.

[234] O FGTS – Fundo de Garantia por Tempo de Serviço – foi criado pela Lei n.º 5.107/1966, como espécie de seguro desemprego, que representou o grande fundo de poupança compulsória administrada pelo Governo e cujos recursos foram contemplados com cláusula de correção monetária para evitar a corrosão do capital em razão da inflação. *Ibid*, p. 80.

[235] O Decreto Lei n.º 157/1967 criou os fundos fiscais 157, segundo o qual os contribuintes poderiam destinar 5%, no caso de pessoa jurídica, ou até 10%, no caso de pessoa física, do imposto de renda, para investimentos em empresas que se dispusessem a: (I) alienar imóveis que correspondessem a, no mínimo, 15% do capital social da companhia ou (ii) aumentar o capital social via emissão pública de ações ou debentures conversíveis em ações, no prazo mínimo de três anos, obrigando-se os acionistas a subscrever, pelo menos, 20% dessas ações. As companhias obrigavam-se a aplicar os recursos no capital de giro da empresa. Os contribuintes deveriam entregar os recursos (descontados do imposto de renda) para bancos de investimento, corretoras ou financeiras autorizadas pelo Banco Central. BRASIL. DECRETO-LEI N.º 157 de 10 de fevereiro de 1967. Concede estímulos fiscais à capitalização das empresas; reforça os incentivos à compra de ações; facilita o pagamento de débitos fiscais. Brasília, DF: Diário Oficial da União,

Optou-se por instrumentos mais sofisticados, do que meras isenções ou subsídios, visando *"criar a cultura de investir em mercado de capitais. Com a democratização do capital, o Governo também visava a melhorar a estrutura das empresas e o processo de captação de poupança.*"[236]

Todavia, a criação de grandes fundos e poupança compulsória administrados pela Administração Pública, logo denunciaram a ineficiência da administração estatizada dos recursos financeiros e da poupança. Garantia-se apenas um retorno de remuneração mínima independentemente das condições do mercado.

A partir do contexto, nota-se que os órgãos reguladores e fiscalizadores do mercado financeiro e de valores mobiliários foram criados não apenas para promover a estabilidade dos mercados, mas principalmente para desenvolvê-los.[237] Entre o final da década de 1960 até 1973, como fruto da restruturação do Sistema Financeiro Nacional, observou-se um aumento considerável no número de companhias com ações registradas e negociadas na Bolsa de Valores, bem assim incremento do volume de operações[238], período conhecido como "milagre econômico brasileiro"[239], resultante das reformas econômicas internas, bem como de condições internacionais favoráveis[240], fato que resta consignado no Relatório de monitoramento e auditoria sobre a CVM produzido pelo TCU:

> 40. Após alcançar o seu ponto máximo em julho de 1971, iniciou-se um processo de realização de lucros pelos investidores mais esclarecidos e experientes, que começaram a vender suas posições. O quadro foi agravado progressivamente quando novas emissões começaram a chegar às bolsas, aumentando a oferta de ações, em um momento em que muitos investidores,

1967. Disponível em: https://www2.camara.leg.br/legin/fed/declei/1960-1969/decreto-lei-157-10-fevereiro-1967-375813-publicacaooriginal-1-pe.html. Acesso em: 10 de nov. de 2023.

[236] ANDREZO, Andrea Fernandes; LIMA, Iran Siqueira. **Mercado Financeiro: aspectos históricos e conceituais**. 2 ed. São Paulo: Pioneira Thomson Learning. 2002, p. 78.

[237] *Ibid*, p. 88.

[238] Entre 1968 à 1971 houve um aumento de 70% de empresas de capital aberto registrados junto ao Banco Central. ARAÚJO, Danilo Borges dos Santos Gomes de. **Regulação Brasileira do Mercado de Capitais** (org) Danilo Borges dos Santos Gomes de Araújo. São Paulo: Saraiva. 2015, p. 35.

[239] Neste período, a taxa de crescimento do Brasil era da ordem de 10,5% ao ano, obtendo um crescimento acumulado de 62% entre 1967 à 1973. ANDREZO, Andrea Fernandes; LIMA, Iran Siqueira. **Mercado Financeiro: aspectos históricos e conceituais**. 2 ed. São Paulo: Pioneira Thomson Learning. 2002, p. 91.

[240] Segundo Andrea Fernandes Andrezo: "*A euforia do crescimento, verificada no fim dos anos 60 e no início dos anos 70, ampliou os lucros e levou diversas companhias e investidores individuais e institucionais para as Bolsas de Valores. Além disso, os fundos de investimentos, cujas regras passaram a ser mais detalhadas em 1970, tinham que aplicar, no mínimo, 60% do total de recursos em ações ou debentures conversíveis em ações. Essa corrida às bolsas resultou, em 1971, no boom da Bolsa, denominação dada a alta rápida e contínua dos preços das ações e dos volumes negociados nas bolsas de valores brasileiras, de 1970 à 1971*." ANDREZO, Andrea Fernandes; LIMA, Iran Siqueira. **Mercado Financeiro: aspectos históricos e conceituais.** 2 ed. São Paulo: Pioneira Thomson Learning. 2002, p. 92.

> assustados com a rapidez e a magnitude do movimento de baixa, procuravam vender seus títulos.
>
> 41. O movimento especulativo, conhecido como "boom de 1971", teve curta duração, mas suas consequências foram vários anos de mercado deprimido, pois algumas ofertas de ações de companhias extremamente frágeis e sem qualquer compromisso com seus acionistas, ocorridas no período, geraram grandes prejuízos e mancharam, de forma surpreendentemente duradoura, a reputação do mercado acionário.[241]

Em julho de 1971, os preços das ações começaram a cair vertiginosamente, provocando queda no volume de negócios, gerando fase depressiva no mercado de valores mobiliários que perdurou anos, caracterizando a fuga de investidores e o aumento do endividamento das empresas.[242] Fez-se necessário encontrar soluções para reconquistar a confiança dos investidores visando o estímulo à poupança popular e o investimento popular no setor produtivo via mercado de valores mobiliários.[243]

Entre as principais medidas tomadas na década de 1970 e 1980, visando a reconquista da confiança do investidor no mercado de valores mobiliários destaca-se a criação da Comissão de Valores Mobiliários (Lei n.º 6.385/1976[244]), que dispõe sobre mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) como Autarquia vinculada ao Ministério da Fazenda com amplos poderes para disciplinar e fiscalizar o mercado.

A CVM foi instituída a partir do modelo da *Securities Exchange and Comission* (SEC), dos Estados Unidos. Segundo o Relatório do Acórdão n.º 3252/202, do

---

[241] TRIBUNAL DE CONTAS DA UNIÃO. Processo n.º 027.307/2018-8 – Monitoramento. MONITORAMENTO DAS DETERMINAÇÕES E/OU RECOMENDAÇÕES FEITAS A(AO) Comissão de Valores Mobiliários, Ministério da Economia, POR MEIO DO ACÓRDÃO 3252/2020-Plenário, NO ÂMBITO DO PROCESSO 027.307/2018-2.Assunto: Auditoria integrada para verificar a conformidade e os riscos existentes na atuação da CVM na regulação e fiscalização do mercado de capitais. Relator: Antonio Anastasia. 2020. Disponível em: https://conecta-tcu.apps.tcu.gov.br/tvp/72679973. Acesso em: 27 de nov. de 2023.

[242] ARAÚJO, Danilo Borges dos Santos Gomes de. **Regulação Brasileira do Mercado de Capitais** (org.) Danilo Borges dos Santos Gomes de Araújo. São Paulo: Saraiva. 2015, p. 35.

[243] Durante a década de 1970 o Brasil se endividou junto ao mercado externo, via emissão de títulos da dívida pública e via empréstimos tomados pelo sistema bancário, aproveitando-se da abundância de recursos disponíveis e a baixa taxa de juros no mercado internacional. Todavia, com a crise mundial do Petróleo elevaram-se as taxas de juros internacional, levando o Governo brasileiro a necessidade de capitalização da atividade econômica via recursos internos. ARAUJO, Danilo Borges dos Santos de Araujo. **Regulação brasileira do mercado de capitais**. São Paulo: Saraiva, 2015, p. 36.

[244] A Lei n.º 6.385/1976 está atualmente em vigor, mas foi parcialmente alterada, em especial, pela Lei n.º 10.303/2001, Lei n.º 10.411/2002, Lei n.º 11.638/2007, Lei n.º 12.543/2011, Lei n.º 12.810/2013, Lei n.º 13.506/2017, Lei n.º 14.195/2021, Lei n.º 14.317/2022 e Lei n.º 14.430/2022. BRASIL. LEI N.º 6.385 de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Brasília, DF: Diário Oficial da União, 1976. Disponível em: https://legislacao.presidencia.gov.br/atos/?tipo=LEI&numero=6385&ano=1976&ato=a92cXTq50MnRVTa5b. Acesso em: 19 de set. de 2022.

TCU, o modelo de criação das agências reguladoras brasileiro foi influenciado pelo modelo estadounidense também porque foi precedido de uma experiência anterior das próprias companhias brasileiras que listavam suas ações na bolsa de valores americana com o objetivo de se capitalizar, ganhando experiência no mercado acionário norteamericano.

> A partir de meados da década de 1990, com a aceleração do movimento de abertura da economia brasileira, aumenta o volume de investidores estrangeiros atuando no mercado de capitais brasileiro. Além disso, algumas empresas brasileiras começam a acessar o mercado externo através da listagem de suas ações em bolsas de valores estrangeiras, principalmente a New York Stock Exchange, sob a forma de ADR (American Depositary Receipts), com o objetivo de se capitalizar através do lançamento de valores mobiliários no exterior.
>
> 45. Ao listar suas ações nas bolsas americanas, as companhias abertas brasileiras foram obrigadas a seguir diversas regras impostas pela SEC (Securities and Exchange Commission), órgão regulador do mercado de capitais norte-americano, relacionadas a aspectos contábeis, de transparência e divulgação de informações, os chamados "princípios de governança corporativa".
>
> 46. As empresas brasileiras começaram a ter então contato com acionistas mais exigentes e sofisticados, acostumados a investir em mercados com práticas de governança corporativa mais avançadas. Ao número crescente de investidores estrangeiros soma-se uma maior participação de investidores institucionais brasileiros de grande porte e mais conscientes de seus direitos.[245]

A criação da CVM justificou-se pelo crescimento, de fato, do mercado de valores mobiliários no Brasil[246], seguido de vertiginosa recessão[247], pressionado o legislador a criar uma estrutura específica para regulação do setor. Nas palavras de Andrea Fernandes Andrezo:

> A defesa da economia popular e o funcionamento regular do mercado de capitais exigiam uma agência governamental especializada na elaboração de normas sobre a emissão de negociação de títulos destinados ao público e sobre

---

[245] TRIBUNAL DE CONTAS DA UNIÃO. Processo n.º 027.307/2018-8 – Monitoramento. MONITORAMENTO DAS DETERMINAÇÕES E/OU RECOMENDAÇÕES FEITAS A(AO) Comissão de Valores Mobiliários, Ministério da Economia, POR MEIO DO ACÓRDÃO 3252/2020-Plenário, NO ÂMBITO DO PROCESSO 027.307/2018-2.Assunto: Auditoria integrada para verificar a conformidade e os riscos existentes na atuação da CVM na regulação e fiscalização do mercado de capitais. Relator: Antonio Anastasia. 2020. Disponível em: https://conecta-tcu.apps.tcu.gov.br/tvp/72679973. Acesso em: 27 de nov. de 2023.

[246] Crescimento do mercado acionário e do chamado "*boom*" da Bolsa verificado em 1971, caracterizado pela aprovação de 291 emissões de ações envolvendo lançamento de empresas que abriram seu capital, colocação de sobras de ações não subscritas e emissão nas áreas de incentivos fiscais. ANDREZO, Andrea Fernandes; LIMA, Iran Siqueira. **Mercado Financeiro: aspectos históricos e conceituais**. 2 ed. São Paulo: Pioneira Thomson Learning. 2002, p. 92.

[247] Em julho de 1971 os preços das ações caíram rápido em pequeno intervalo de tempo, provocando rápida queda no volume de negócios, gerando desconfiança e fuga de investidores, e consequente fase depressiva do mercado de capitais que perdurou por alguns anos *Ibid*, p. 92

> a divulgação de dados da companhia emissora, além de ter poder para evitar distorções e abusos do mercado.[248]

No Relatório do TCU sobre monitoramento e auditoria da CVM resta consignado este contexto prévio à criação da CVM de estagnação econômica e anseio de recuperação do insipiente mercado de valores mobiliários:

> 43. Foi dentro desse quadro de estagnação e tentativa de recuperação do mercado acionário que, em 1976, foram introduzidas duas novas normas legais, ainda em vigor: a Lei nº 6.404/76, nova Lei das Sociedades por Ações, que visava modernizar as regras que regiam as sociedades por ações, e a Lei nº 6.385/76, segunda Lei do Mercado de Capitais que, entre outras inovações, criou a CVM, uma instituição governamental destinada exclusivamente a regulamentar e desenvolver o mercado de capitais, fiscalizar as bolsas de valores e as companhias abertas.[249]

Ganham também destaque, no mesmo período, a edição das seguintes leis: Lei das Sociedades Anônimas (Lei n.º 6.404/1976[250])[251]; Lei das Entidades de

---

[248] *Ibid*, p. 117.

[249] TRIBUNAL DE CONTAS DA UNIÃO. Processo n.º 027.307/2018-8 – Monitoramento. MONITORAMENTO DAS DETERMINAÇÕES E/OU RECOMENDAÇÕES FEITAS A(AO) Comissão de Valores Mobiliários, Ministério da Economia, POR MEIO DO ACÓRDÃO 3252/2020-Plenário, NO ÂMBITO DO PROCESSO 027.307/2018-2.Assunto: Auditoria integrada para verificar a conformidade e os riscos existentes na atuação da CVM na regulação e fiscalização do mercado de capitais. Relator: Antonio Anastasia. 2020. Disponível em: https://conecta-tcu.apps.tcu.gov.br/tvp/72679973. Acesso em: 27 de nov. de 2023.

[250] A Lei n.º 6.404/1976, que dispõe sobre a sociedade por ações, permanece em vigor, mas foi parcialmente alterada, em especial pela Lei n.º 9.457/1997, Lei n.º 10.303/2001, Lei n.º 11.638/2007, Lei n.º 11.941/2009, Lei n.º 12.431/2011, Lei n.º 12.810/2013, Lei n.º 13.129/2015, Lei n.º 13.818/2019, Lei n.º 13.874/2019, Lei n.º Lei n.º 14.030/2020, Lei 14.195/2021, Lei n.º 14.430/2022. BRASIL. LEI N.º 6.404 de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Brasília, DF: Diário Oficial da União, 1976. Disponível em: https://legislacao.presidencia.gov.br/atos/?tipo=LEI&numero=6404&ano=1976&ato=a97UTUq50MnRVTa8d. Acesso em: 19 de set. de 2022.

[251] A Lei 6.404/1976 dispõe sobre a sociedade por ações, também justificada pelo crescimento, de fato, do mercado de capitais no Brasil, seguida de vertiginosa recessão[251], apresenta, na respectiva Exposição de Motivos, como objetivos, a criação de estrutura jurídica necessária para o fortalecimento do mercado de capitais do Brasil, imprescindível para a sobrevivência da industrial nacional, contexto em que a mobilização da economia popular e seu encaminhamento voluntário para o setor empresarial exigem o estabelecimento de sistemática que assegure ao acionista minoritário o respeito a regras definidas e equitativas que ofereçam rentabilidade e segurança ao investidor, sem imobilizar o empresário em suas iniciativas. BRASIL. LEI N.º 6.404 de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Brasília, DF: Diário Oficial da União, 1976. Disponível em: https://www.gov.br/cvm/pt-br/acesso-a-informacao-cvm/institucional/sobre-a-cvm/EM196Lei6404.pdf. Acesso em 19 de set. de 2022.

Previdência Privada, Lei n.º 6.435/1977[252], Regulamentação de Fundos de Investimentos, importante investidor institucional (Resolução CMN n.º 145/1970).[253]

Já como medidas para possibilitar a retomada do financiamento interno no setor produtivo ao longo da década de 1970, foram editadas: Lei que dispõe sobre o tratamento tributário das operações de arrendamento mercantil ou "l*easing*" (Lei n.º 6.099/1974[254]); Lei das Sociedades de Investimento (Decreto-Lei n.º 1.401/1975[255]),

[252] A Lei 6.435/1977 objetiva regulamentar mais uma ferramenta para captação da poupança popular, via alternativa de poupança privada destinada a complementação dos benefícios da Previdência Social. Trata-se de mais um instrumento de reunião de poupança popular, que representa importante investidor institucional. Foi revogada pela Lei Complementar 109 de 29 de maio de 2001. BRASIL. LEI N.º 6.435 de 15 de julho de 2023. Dispões sobre as atividades de previdência e dá outras providências. Brasília, DF: Diário Oficial da União, 1977. Disponível em http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/LCP/Lcp109.htm#ART79. Acesso em 19 de set. de 2022. Dentre os intermediários financeiros caracterizados como investidores institucionais, destacam-se: fundos de investimento em suas diversas modalidades, fundos de pensão e sociedades seguradoras.

[253] Resolução CMN n.º 145/1970. Os fundos de investimentos reúnem recursos de diversos investidores, por meio de emissão de títulos próprios, com o objetivo de adquirir ativos financeiros, sob gestão de um profissional habilitado para atuar como tal. Atualmente, está em vigor a Resolução CVM n.º 555/2014, alterada pelas Instruções CVM n.º 563/15, 564/15, 572/15, 582/16, 587/17, 604/18, 605/19, 606/19, 609/19, 615/19 e Resolução CVM nº 3/20. BANCO CENTRAL DO BRASIL. Resolução n.º 145 de 14 de abril de 1970. Brasília, DF: Diário Oficial da União, 1970. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst555.html. Acesso em: 19 de set. de 2022. Todavia, a Lei de Liberdade Econômica (Lei n.º 13.874/2019) acrescentou os artigos 1.368-C à 1.368-F no Código Civil dispondo sobre regras gerais de fundos, como: natureza jurídica e responsabilidades de gestores de fundos de investimento. Atualmente, resta pendente de regulamentação as disposições trazidas pela Lei n.º 13.874/2019, pela CVM.

[254] A Lei 6.099/1974 visa a regulamentar prática já executada no mercado e expandir essa forma de operação como alternativa para o financiamento de maquinários e de inovação para a indústria brasileira, que difere da venda e compra por apresentar vantagens fiscais e permitir a modernização do produto adquirido mediante sistema de devolução e troca por outro mais atualizado. A Lei n.º 6.099/1974 foi parcialmente alterada pela Lei n.º 7.132/1983, Lei n.º 12.024/20019, Lei n.º 12.973/2014 e Lei n.º 14.286/2021. BRASIL. LEI N.º 6.099 de 12 de setembro de 1974. Dispõe sobre o tratamento tributário das operações de arrendamento mercantil e dá outras providências. Brasília, DF: Diário Oficial da União, 1974. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6099.htm. Acesso em 19 de set. de 2022. O arrendamento mercantil é uma forma de usar o bem sem precisar compra-lo, com fundamento na ideia de que há maior interesse no uso do bem do que na sua propriedade. O Arrendamento mercantil não se confunde com a compra porque há opção de compra no final, e o valor do bem, no caso do exercício da compra é amortizado pelas parcelas já pagas no decorrer do arrendamento e diferente da compra e venda, o bem, durante todo o contrato de arrendamento, permanece de propriedade da arrendadora. Há duas espécies de leasing: financeiro e operacional. O leasing financeiro se aproxima de um financiamento, no qual o imóvel arrendado permanece como garantia da operação (mesmo no leasing financeiro, o arrendatário recebe o imóvel, e não o capital). O leasing operacional se aproxima na locação de ativos, modalidade de arrendamento em que o arrendatário, no termo do Contrato, dispõe de três possibilidades: renovar o contrato, devolver o objeto arrendado ou comprar o bem. O leasing operacional foi regulamentado pela Resolução CMN n.º 2.309/1996. ANDREZO, Andrea Fernandes; LIMA, Iran Siqueira. **Mercado Financeiro: aspectos históricos e conceituais**. 2 ed. São Paulo: Pioneira Thomson Learning. 2002, pp. 108-116.

[255] O Decreto-Lei n.º 1.401/1975 visava regulamentar o acesso do capital estrangeiro nas bolsas brasileiras, através do estabelecimento de regras referentes à constituição e tributação das sociedades de investimento estrangeiras. Dispõe sobre a isenção do imposto de renda das sociedades de investimento de cujo capital social participem pessoas físicas ou jurídicas, residentes ou domiciliadas no exterior, regula o regime fiscal dos rendimentos de aplicações em ações dessas sociedades, permanece em vigor, mas foi expressivamente alterada pelo Decreto-Lei n.º 1.986/1982. BRASIL. LEI N.º 1.401 de 7 de maio de 1975. Dispõe sobre a isenção do imposto de renda das sociedades de investimento de cujo capital social participem pessoas

Criação do Sistema Especial de Liquidação e Custódia - SELIC (Circular BACEN n.º 466/1979)[256]; Regulamentação de Intervenção e Liquidação Extrajudicial de Instituições Financeiras (Lei n.º 6.024/1974[257]).

Entre 1973 e 1979 verificava-se tendência mundial à retração econômica resultante da primeira crise do petróleo, elevando-se as taxas de juros internacionais. O Governo precisou se voltar para o mercado interno para suprir suas necessidades de financiamento. Em 1980, o contexto econômico brasileiro foi marcado por elevado processo inflacionário e períodos de recessão, como o que ocorreu entre 1981 à 1983,[258] somados à fuga do capital estrangeiro do Brasil. Não se verificava estabilidade monetária, nem fiscal, nem capital para financiamento da atividade produtiva.

O principal objetivo do Governo na década de 1980 era a contenção do processo inflacionário. No âmbito do mercado financeiro e de valores mobiliários,

---

físicas ou jurídicas, residentes ou domiciliadas no exterior, regula o regime fiscal dos rendimentos de aplicações em ações dessas sociedades e dá outras providências. Brasília, DF: Diário Oficial da União, 1975. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/1965-1988/Del1401.htm. Acesso em: 19 de set. de 2022.

[256] Circular BACEN n.º 466/1979 visava a simplificar a sistemática de negociação e custodia dos títulos públicos no mercado de capitais, via desenvolvimento de sistema de teleprocessamento que atualizava diariamente as posições financeiras. O novo sistema proporcionava maior segurança, ante a recorrência de fraudes e extravios proporcionada em momento anterior quando a movimentação era integralmente física SELIC – Sistema Eletrônico de Liquidação e Custódia, constitui sistema eletrônico destinado a custódia de títulos públicos e registro e liquidação financeira de operações envolvendo títulos públicos, que implicou em redução de riscos e custos nessas operações. ANDREZO, Andrea Fernandes; LIMA, Iran Siqueira. **Mercado Financeiro: aspectos históricos e conceituais**. 2 ed. São Paulo: Pioneira Thomson Learning. 2002, p. 93. O Banco Central conceitua a SELIC como: "*infraestrutura do mercado financeiro brasileiro (IMF), administrada pelo Banco Central do Brasil (BCB), que se destina à custódia de títulos escriturais de emissão do Tesouro Nacional (TN), bem como ao registro e à liquidação de operações com esses títulos"*. A implantação do Selic ocorreu em 14 de novembro de 1979, sob a égide da Circular nº 466, de 11 de outubro de 1979, do BCB, que aprovou o Regulamento do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia de Letras do Tesouro Nacional. As regras e os procedimentos do Selic estão consolidados no Regulamento do Selic, anexo à Circular nº 3.587, de 26 de março de 2012, e em normativos complementares. A Circular 3.610, de 26/9/2012 trouxe alterações à Circular 3587, como, por exemplo, a inclusão da hipótese de transmissão automática de comandos no Selic oriundos do módulo Negociação. BANCO CENTRAL DO BRASIL. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/htms/selic/selicintro.asp?frame=1. Acesso em: 19 de set. de 2022.

[257] A Lei n.º 6.024/1974 visa a maior fiscalização e punição com vistas à garantia de estabilidade do sistema financeiro, via regras de solidez financeira, controles internos, instrumentos de fiscalização do regulador e possibilidade de intervenção compulsória do Banco Central nos bancos. Permanece em vigor, apenas parcialmente alterada, em especial, pela Lei 13.506/2017. BRASIL. LEI N.º 6.024 de 13 de março de 1974. Dispõe sobre a intervenção a e liquidação extrajudicial de instituições financeiras e dá outras providências. Brasília, DF: Diário Oficial da União, 1974. Disponível em: https://legislacao.presidencia.gov.br/atos/?tipo=LEI&numero=6024&ano=1974&ato=e03ITUU5kenRVTb86. Acesso em: 20 de set. de 2022.

[258] Entre 1982 e 2001 o Brasil recorreu dezoito vezes ao Fundo Monetário Nacional – FMI, para obtenção de financiamento, não subsistindo por período maior de cinco anos sem recorrer aos empréstimos. A dívida externa brasileira passou de US$62,2bilhoes em 1980, para US$122,8bilhões em 1990. ANDREZO, Andrea Fernandes; LIMA, Iran Siqueira. **Mercado Financeiro: aspectos históricos e conceituais.** 2 ed. São Paulo: Pioneira Thomson Learning. 2002, pp. 157-187.

acompanhou-se a edição da Resolução CMN n.º 1524/88, que propiciou o desenvolvimento dos chamados bancos múltiplos, permitindo que várias funções bancárias fossem exploradas por um único banco, desde que com prévia autorização do Banco Central. Como resultado, entre 1988 e 1989, foram registrados mais de sessenta novos bancos no Brasil.

Na década de 1980, a economia brasileira era bastante fechada, tanto sob a perspectiva das exportações, como com relação ao investimento estrangeiro. A partir de 1987, inicia-se um gradual processo de abertura da economia, decorrente da flexibilização gradual da legislação e do acordo da dívida externa, iniciando um processo de retomada de investidores estrangeiros no mercado de valores mobiliários nacional. [259]

A década de 1990 foi marcada por profundas alterações na economia, destacando-se a contenção do processo inflacionário, a partir do Programa de Estabilização Econômica e o Sistema Monetário Nacional, que instituiu a Unidade Real de Valor (URV) - Plano Real, da redução da participação do Estado na exploração direta de atividades econômicas, via processo de privatização das empresas estatais (Programa Nacional de Desestatização - PND), e da inserção do Brasil no capitalismo financeiro, via abertura da economia brasileira.[260]

Assim, no campo da economia, os dois pontos centrais que marcam a década de 1990 são: o Plano de Estabilização Econômica (Plano Real), prevista na Lei n.º 8.880/1994[261], e o Programa Nacional de Desestatização (PND), previsto na Lei n.º 8.031/1990[262], durante o Governo de Fernando Henrique Cardoso.

O Plano Nacional de Desestatização apresentava os declarados objetivos: (i) reordenar a posição estratégica do Estado, transferindo à iniciativa privada atividades econômicas anteriormente exploradas pelo setor público; (ii) contribuir para a redução da

---

[259] ANDREZO, Andrea Fernandes; LIMA, Iran Siqueira. **Mercado Financeiro: aspectos históricos e conceituais**. 2 ed. São Paulo: Pioneira Thomson Learning. 2002, pp. 159-190.
[260] *Ibid*, p. 193.
[261] BRASIL. LEI N.º 8.880 de 27 de maio de 1994. Dispõe sobre o Programa de Estabilização Econômica e o Sistema Monetário Nacional, institui a Unidade Real de Valor (URV) e dá outras providências. Brasília, DF: Diário Oficial da União, 1994. Disponível em: https://www2.camara.leg.br/legin/fed/lei/1994/lei-8880-27-maio-1994-372593-norma-pl.html. Acesso em: 22 de set. de 2022.
[262] A Lei n.º 8.031/1990 for revogada pela Lei 9.491/1997, que foi alterada pela Lei 13.360/2016. BRASIL. LEI N.º 9.491 de 9 de setembro de 1997. Altera procedimentos relativos ao Programa Nacional de Desestatização, revoga a Lei n° 8.031, de 12 de abril de 1990, e dá outras providências. Brasília, DF: Diário Oficial da União, 1997. Disponível em:https://legislacao.presidencia.gov.br/atos/?tipo=LEI&numero=9491&ano=1997&ato=f65kXRE1ENJpWTb0f. Acesso em: 22 de set. de 2022.

dívida pública, concorrendo para o saneamento das finanças do setor público; (iii) permitir a retomada de investimentos nas empresas e atividades transferidas à iniciativa privada; (iv) contribuir para a modernização da indústria brasileira, ampliando a competitividade; (v) permitir que a Administração Pública se concentre em atividades em que a presença do Estado seja fundamental para consecução das prioridades nacionais; (vi) contribuir para o fortalecimento do mercado de valores mobiliários, através do aumento da emissão e oferta de valores mobiliários e da democratização da propriedade do capital das empresas que integram o programa; (vi) incentivar investidores estrangeiros a participar do processo de privatizações, através dos fundos de privatização – capital estrangeiro (Resolução CMN n.º 1.086/1990[263] e Instruções CVM n.º 157/1991 e 175/1992.[264]

Em relação ao mercado financeiro, a década de 1990 foi marcada pela implementação de diversas medidas visando fortalecer o sistema bancário nacional e o Sistema Financeiro Nacional, dentre as quais se destacam: ratificação do Acordo de Basiléia (Resolução CMN n.º 2.099/1994[265]), criação da central de riscos de crédito (Resolução CMN n.º 2.390/1997) exigências sobre controles internos de risco dos bancos (Resolução CMN n.º 2.554/1998[266] e n.º 2.804/2000[267]) e segregação da atividades de

[263] Resolução vigente e parcialmente alterada pelas Resoluções n.º 1.908/1992, 4.478/2016. BANCO CENTRAL DO BRASIL. Resolução n.º 1.682 de 31 de janeiro de 1990. Brasília, DF: Diário Oficial da União, 1990. Disponível em: https://normativos.bcb.gov.br/Lists/Normativos/Attachments/44562/Res_1775_v5_P.pdf. Acesso em 22 de set. de 2022.

[264] As Instruções CVM n.º 157/1991 e 175/1992 foram revogadas pela Instrução CVM 83/2022. COMISSÃO DE VALORES MOBILÁRIOS. Resolução n.º 83 de 31 de março de 2022. Brasília, DF: Diário Oficial da União, 2022. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol083.html. Acesso em 10 de nov. de 2023.

[265] Resolução vigente e parcialmente alterada pelas Resoluções BACEN n.º 2.212/1995, n.º 2.607/1999, n.º 2.678/1999, n.º 2.608/1999, n.º 2.815/2001 e n.º 3.040/2002. BANCO CENTRAL DO BRASIL. Resolução CMN n.º 2.099 de 17 de agosto de 1994. Aprova regulamentos que dispõem sobre as condições relativamente ao acesso ao Sistema Financeiro Nacional, aos valores mínimos de capital e patrimônio líquido ajustado, à instalação de dependências e à obrigatoriedade da manutenção de patrimônio líquido ajustado em valor compatível com o grau de risco das operações ativas das instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central. BANCO CENTRAL DO BRASIL. Aprova regulamentos que dispõem sobre as condições relativamente ao acesso ao Sistema Financeiro Nacional, aos valores mínimos de capital e patrimônio líquido ajustado, à instalação de dependências e à obrigatoriedade da manutenção de patrimônio líquido ajustado em valor compatível com o grau de risco das operações ativas das instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central. Brasília, DF: Diário Oficial da União. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1994/pdf/res_2099_v1_O.pdf. Acesso em: 10 de nov. de 2023.

[266] BANCO DE CENTRAL DO BRASIL. Resolução N.º 2.554 de 24 de setembro de 1998. Dispõe sobre a implantação e implementação de sistema de controles internos. Brasília, DF: Diário Oficial da União, 1998. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1998/pdf/res_2554_v3_P.pdf. Acesso em: 13 de nov. 2023.

[267] Resolução ainda em vigor, alterada parcialmente pelas Resoluções n.º 3.056/2002, 4.390/2014. Resolução N.º 3.056/2002. Dispõe sobre a auditoria interna das instituições financeiras e demais

administração de recursos de terceiros em relação às atividades da administradora, além de permissão de securitização de operações bancárias, incentivo para concentração de bancos e maior abertura do mercado financeiro a bancos externos.

Em relação ao mercado de valores mobiliários, a década de 1990 é marcada pela unificação das bolsas de valores, resultando na SISBEX[268], Bolsa de Valores do Rio de Janeiro, BOVESPA FIX e Novo Mercado da BOVESPA[269]; pela implementação de regras sobre as Bolsas de Valores e sobre investidores institucionais, regulação dos fundos de investimento e de entidades de previdência complementar, bem como a criação de alternativas para a previdência privada: FAPI, PGBL e, finalmente, alterações significativas nas Leis de Mercado de Valores Mobiliários e na Lei das Sociedades Anônimas, bem como na edição da Lei de Lavagem de Dinheiro.

Dentre as principais produções normativas que impactaram no mercado de valores mobiliários na década de 1990, destacamos: Resolução CMN n.º 1723/1990[270] e

instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1998/pdf/res_2554_v3_P.pdf. Acesso em 22 de set. de 2022.

[268] SISBEX é um sistema eletrônico utilizado para negociação e registro de operações envolvendo, principalmente, títulos públicos de renda fixa, contratos de câmbio, títulos privados, contratos de energia e derivativos. O SISBEX foi, inicialmente, um sistema da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro (BVRJ). Suas operações iniciaram em agosto de 2000, como resultado de um acordo com a Bolsa de Valores de São Paulo, e utilizado somente em negócios com câmbio e títulos públicos negociados no mercado secundário. Posteriormente, em abril de 2002, a BM&F comprou o SISBEX e a Bolsa de Valores do Rio de Janeiro, em uma negociação que girou em torno de R$ 40 milhões. Em 2008, ocorreu a fusão entre BM&F e BOVESPA, passando a se denominar BM&F Bovespa. Em março de 2017, uma nova fusão entre a BMF&FBOVESPA e a Central de Custódia e Liquidação Financeira de Títulos – CETIP (criada em 1984 pelas instituições financeiras do Brasil), deu ensejo a atual B3. Desde então, as possibilidades de uso da SISBEX foram ampliadas, se tornando importante recurso para a negociações de ativos. B3. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/antigo/produtos-e-servicos/negociacao/sisbex/. Acesso em: 13 de nov. de 2023.

[269] A BOVESPA era uma bolsa de valores em que se negociavam ações de emissão de companhias abertas, opções e futuros sobre aquelas ações, títulos de dívida emitidas por companhias (debentures conversíveis ou não, *commercial papers*) e outros títulos e direitos correspondentes a tais instrumentos, fruto da união entre bolsas de valores brasileira, especialmente, entre a Bolsa de Valores de São Paulo e a Bolsa de Valores do Rio de Janeiro, em 2000, na forma de associação civil sem fins lucrativos. Em 2007 as bolsas de valores passaram a apresentar natureza jurídica de sociedade anônima de capital aberto, mediante o processo de desmutualização, abertura de capital e lançamento das ações no mercado de valores mobiliários (*Initial Public Offering* - IPO). A BM&F foi criada em 1985 por iniciativa da BOVESPA, como bolsa de derivativos onde eram negociadas contratos futuros e opções sobre futuros e registradas outras modalidades, típicas de mercado de balcão como *swaps* e opções flexíveis. A partir de 2002, com a implantação do Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB), a BM&F alargou suas atividades de *clearing*, abarcando a liquidação das operações no mercado de câmbio interbancário e liquidação de operações com títulos públicos. Em 2008, ocorreu a fusão entre BM&F e BOVESPA, passando a se denominar BM&F Bovespa. Em março de 2017, uma nova fusão entre a BMF&FBOVESPA e a Central de Custódia e Liquidação Financeira de Títulos – CETIP (criada em 1984 pelas instituições financeiras do Brasil), deu ensejo a atual B3. B3. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/antigo/produtos-e-servicos/negociacao/sisbex/. Acesso em: 13 de nov. de 2023.

[270] BANCO CENTRAL DO BRASIL. Resolução N.º 1723 de 27 de junho de 1990. Autoriza a emissão de notas promissórias, como valor mobiliário, pelas sociedades por ações. Resolução ainda em vigor e sem

Instrução CVM n.º 134/1990 e n.º 155/1991[271]; Resolução CMN n.º 1927/1992[272]; Lei n.º 8668/1993[273]; Resolução CMN n.º 2026/1993, n.º 2493/1998, n.º 2517/1998[274] e Lei n.º 9514/1997[275]; Resolução CMN n.º 2689/2000[276]; Regulação dos fundos de investimento

alterações. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1990/pdf/res_1723_v1_O.pdf. Acesso em: 13 de nov. de 2023.

[271]Resolução CMN n.º 1.723/1990 e Instrução CVM n.º 134/1990 e n.º 155/1991 autorizam a emissão de notas promissórias por sociedades por ações destinadas à ofertas públicas, consideradas valores mobiliários sob a denominação "Nota Comercial" ou "*Commercial Paper*", como instrumento de captação de poupança popular para o setor produtivo. BANCO CENTRAL DO BRASIL. Resolução N.º 1.723 de 27 de junho de 1990. Autoriza a emissão de notas promissórias, como valor mobiliário, pelas sociedades por ações. Brasília, DF: Diário Oficial da União, 1990. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1990/pdf/res_1723_v1_O.pdf. Acesso em: 13 de nov. de 2023.

[272] A Resolução CMN n.º 1.927/1992 permite ao residente estrangeiro adquirir, no mercado primário ou secundário, títulos representativos de ações de empresas brasileiras (denominados "*Depositary Receipts*"), via negociação desses ativos no exterior, após aprovação do programa de emissão de título, no Brasil, pela CVM e Banco Central, e no exterior, pela autoridade competente, visando atrair capital estrangeiro para empresas brasileiras. Ainda em vigor e sem alterações. BANCO CENTRAL DO BRASIL. Resolução N. 1927 de 18 de maio de 1992. Dá nova redação ao regulamento anexo V à Resolução nº 1.289, de 20.03.87, que autoriza e disciplina os investimentos de capitais estrangeiros através do mecanismo de "DEPOSITARY RECEIPTS" e revoga a Resolução nº 1.848, de 31.07.91. Brasília, DF: Diário Oficial da União, 1992. Disponível em: https://normativos.bcb.gov.br/Lists/Normativos/Attachments/43947/Res_1927_v1_O.pdf. Acesso em: 13 de nov. de 2023.

[273] A Lei n.º 8.668/1.993 dispõe sobre os fundos de investimento imobiliários fechados[273], que se destinam à aplicação de capital em empreendimentos imobiliários, visando ampliar o acesso à habitação e serviços urbanos. Permanece em vigor, com algumas alterações pelas Leis n.º 8.894/1.994, Lei n.º 9.532/1.997, 9.779/1.999, Lei n.º 12.024/2009, Lei n.º 14.130/2021, Lei n.º 14.421/2022. BRASIL. LEI N.º 8.668 de 25 de junho de 1993. Dispõe sobre a constituição e o regime tributário dos Fundos de Investimento Imobiliário e dos Fundos de Investimento nas Cadeias Produtivas Agroindustriais (Fiagro); e dá outras providências. Brasília, DF: Diário Oficial da União, 1993. Disponível em: https://www2.camara.leg.br/legin/fed/lei/1993/lei-8668-25-junho-1993-350597-norma-pl.html. Acesso em 23 de set. de 2022.

[274] As Resoluções CMN n.º 2.026/1993, n.º 2.493/1998, n.º 2.517/1998 foram revogadas pela Resolução CMN n.º 4.962/2021. BANCO CENTRAL DO BRASIL. Resolução n.º 4962 de 21 de outubro de 2021. Revoga atos normativos já revogados tacitamente, cujos efeitos tenham se exaurido no tempo ou vigentes, cuja necessidade ou cujo significado não pode ser identificado. Brasília, DF: Diário Oficial da União, 2021. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o%20CMN&numero=4962. Acesso em: 23 de set. de 2022.

[275] A Lei n.º 9.514/1.997 dispõe sobre a securitização de recebíveis, que, em síntese permite transformar créditos comuns em títulos e valores mobiliários, normalmente em debentures, que são disponibilizados no mercado mediante uma instituição financeira, como alternativa para as empresas originadoras dos créditos antecipar seus recebíveis, sem comprometer seu nível de endividamento, o que facilita a contratação paralela de eventuais linhas de crédito bancário e permite às empresas concentrar-se no seu próprio negócio, pois terceiriza e profissionaliza o processo de cobrança de créditos. Continua em vigor, porém quase integralmente alterada pelas Leis n.º 10.931/2004, 13.097/2015 e a recente Lei n.º 14.430/2022. BRASIL. Lei n.º 9.514 de 20 de novembro de 1997. Dispõe sobre o Sistema de Financiamento Imobiliário, institui a alienação fiduciária de coisa imóvel e dá outras providências. Brasília, DF: Diário Oficial da União, 1997. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l9514.htm. Acesso em 23 de set. de 2022.

[276] A Resolução n. 2.689/2000 flexibilizou o acesso do investidor estrangeiro aos mercados financeiro e de capitais nacionais, ao permitir que qualquer investidor não residente no Brasil tenha acesso amplo ao mercado de capitais, desde que se registre na CVM. Está em vigor, parcialmente alterada pelas Resoluções CMN n.º 2.742/2000 e n.º 3.245/2004. BRASIL. Resolução n.º 2689 de 26 de janeiro de 2000. Dispõe sobre aplicações de investidor não residente nos mercados financeiro e de capitais. Brasília, DF: Diário Oficial da União, 2000. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/2000/pdf/res_2689_v3_P.pdf. Acesso em 22 de set. de 2023.

financeiro (Resolução CMN n.º 2183/1995, Circulares BACEN n.º 2616/95, n.º 2654/1996, n.º 2740/1997, n.º 2786/1997, 2893/1999, n.º 2906/1999, n.º 2958/2000, n.º 2973/2000), fundos de investimento financeiro – dívida estadual ou municipal (circular Bacen n.º 2616/1995), fundos de investimento no exterior (Resolução CMN n.º 2111/1994 e Circular Bacen n.º 2714/1996 e 2863/1999), fundos de investimento em aplicação em cotas de fundos de investimento financeiro (Resolução CMN n.º 1787/1991 e Instruções CVM nº 302/1999, 303/1999, 305/1999, 314/1999), fundos setoriais em investimentos em ações (Instrução CVM n.º 141/1991), fundos mútuos de ações incentivadas (Instrução CVM n. 153/1999), Fundos Mútuos de Investimentos em Empresas Emergentes (Instrução CVM n.º 1787/1991), fundos mútuos de privatização (Instrução CVM n.º 279/1998, 280/1998), fundos de investimento cultural e artístico (Lei 1.313/1991 e Instrução CVM n.º 186/1992); Alteração de Mercado de Valores Mobiliários (Lei n.º 6385/1976[277]) pela edição da Lei n.º 9447/1997, que distribui a competência regulatória dos bancos entre BACEN e CVM, bem como a Lei n.º 9457/1997 com finalidade, segundo respectiva Exposição de Motivos, de restaurar a credibilidade no mercado de capitais, disponibilizando mais instrumento à CVM para fiscalização e punição da prática de ilícitos perpetrados no respectivo mercado regulado; Edição de regras sobre previdência complementar (Lei n.º 9477/1997[278]); Edição de Lei de Lavagem de Dinheiro e cria o Conselho de Controle de Atividades Financeiras - COAF (Lei n.º 9613/1998[279]); Reestruturação do Sistema de Pagamentos Brasileiro - SPB (Resolução CMN n.º 2878/2001[280] e Circulares BACEN n.º 3032/2001, n.º 3059/2001 e n.º

---

[277] A Lei n.º 6.385/1.976 permanece em vigor, mas parcialmente alterada pela Lei n.º 6.404/1.976, Lei n.º 6.422/1977, Lei n.º 6.616/1.978, Lei n.º 9.457/1.997, Lei n.º 13.303/2.001, Decreto 3.995/2001, Lei n.º 10.411/2.002, Lei n.º 11.638/2007, Lei n.º 12.543/2011, Lei n.º 13.506/2.017, Decreto n.º 9.889/2019, Lei n.º 14.317/2.022. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm. Acesso em: 23 de set. de 2022.

[278] A Lei n.º 9.477/1997 permanece vigente com alteração pela Lei n.º 9.532/1.997. BRASIL. Lei n.º 9.477 de 24 de julho de 1997. Institui o Fundo de Aposentadoria Programada Individual - FAPI e o Plano de Incentivo à Aposentadoria Programada Individual, e dá outras providências. Brasília, DF: Diário Oficial da União, 1997. Disponível em: https://legislacao.presidencia.gov.br/atos/?tipo=LEI&numero=9477&ano=1997&ato=8a4QzaU90MJpWT9fc . Acesso em: 23 de set. de 2022.

[279] A Lei n.º 9.613/1.998 dispõe sobre os crimes de "lavagem" ou ocultação de bens, direitos e valores; a prevenção da utilização do sistema financeiro para os ilícitos previstos nesta Lei. Permanece em vigor, mas alterada pela Lei n.º 10.701/2003, Lei n.º 12.683/2012, Lei n.º 13.964/2019. BRASIL. Lei n.º 9.613 de março de 1998. Dispõe sobre os crimes de "lavagem" ou ocultação de bens, direitos e valores; a prevenção da utilização do sistema financeiro para os ilícitos previstos nesta Lei; cria o Conselho de Controle de Atividades Financeiras - COAF, e dá outras providências. Brasília, DF: Diário Oficial da União, 1998. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l9613.htm. Acesso em: 23 de set. de 2022.

[280] A Resolução CMN n.º 2.878/2001 foi revogada pela Resolução n.º Lei n.º 4.949 de 30 de setembro de 2021. BANCO CENTRAL DO BRASIL. Resolução n.º 4.949 de 30 de setembro de 2021. Dispõe sobre princípios e procedimentos a serem adotados no relacionamento com clientes e usuários de produtos e de

3106/2001); Código de Defesa do Consumidor Bancário (Resolução CMN n.º 2878/2001[281]; Alteração da Lei de Mercado de Valores Mobiliários (Lei n.º 6385/1976)[282]; Alteração da Lei de Mercado de Valores Mobiliários (Lei n.º 6385/1976)[283]; Alteração da Lei de Sociedade por Ações (Lei n.º 6404/1976)[284] pelas Leis n.º 9457/1997, n.º 10.194/2001, n.º 10.303/2001; Edição de Lei de Entidades de Previdência Privada (Lei Complementar 29 de 2001).[285]

serviços. Brasília, DF: Diário Oficial da União, 2021. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o%20CMN&numero=4949. Acesso em: 13 de nov. de 2023.

[281] Resolução CMN n.º 2878/2001 nasce com o intuito de impor maior dever de transparência e maior detalhamento das regras sobre atendimento aos clientes. Atualmente, foi revogada pela Resolução n.º 4.949 de 30 de setembro de 2021. BANCO CENTRAL DO BRASIL. Resolução n.º 4.949 de 30 de setembro de 2021. Dispõe sobre princípios e procedimentos a serem adotados no relacionamento com clientes e usuários de produtos e de serviços. Brasília, DF: Diário Oficial da União, 2021. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o%20CMN&numero=4949. Acesso em: 13 de nov. de 2023.

[282] Pela edição da Lei n.º 10.198/2001, que define o conceito de valores mobiliários e atribui à CVM a competência de poder dever de regulação de todas as operações que envolvam valores mobiliários, com objetivo de proteger o investidor face as inúmeras possibilidades de investimento que podem ser criadas, trazendo-os para a esfera de competência regulatória da CVM. BRASIL. Lei n.º 10.198 de 14 de fevereiro de 2001. Dispõe sobre a regulação, fiscalização e supervisão dos mercados de títulos ou contratos de investimento coletivo, e dá outras providências. Brasília, DF: Diário Oficial da União, 2001. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/leis_2001/l10198.htm. Acesso em: 13 de nov. de 2023.

[283] Pela edição da Lei n.º 10.303/2001 que exclui partes beneficiárias do conceito de valores mobiliários e estabelece que os contratos derivativos, independente dos ativos subjacentes, caracterizam valores mobiliários, mas principalmente, regulariza a natureza jurídica de autarquia especial, bem como lhe atribui competência de melhor disciplinar e fiscalizar o mercado de valores mobiliários. BRASIL. Lei n.º 10.303 de 31 de outubro de 2001. Altera e acrescenta dispositivos na Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Brasília, DF: Diário Oficial da União, 2001. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/leis_2001/l10303.htm. Acesso em: 13 de nov. de 2023.

[284] A Lei n.º 6.404/1976 permanece em vigor, com algumas alterações pela Lei n.º 8.021/1990, 9.457/1997, 10.303/2001, Lei 11.638/2007, Lei 11.941/2009, Lei n.º 12.431/2011, Lei 12.838/2013, Lei 12.810/2013, Lei n.º 14.195/2021, Lei Complementar n.º 182/2021. BRASIL. Lei n.º 6.404 de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Brasília, DF: Diário Oficial da União, 1976. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm. Acesso em: 23 de set. de 2022.

[285] A Lei Complementar n.º 29 de 2001 permanece em vigor com algumas alterações pela Lei n.º 8.036/1990 e Lei n.º 13.932/2019. BRASIL. Lei Complementar n.º 26 de 11 de setembro de 1975. Altera disposições da legislação que regula o Programa de Integração Social (PIS) e o Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público (PASEP). Brasília, DF: Diário Oficial da União, 1975. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp110.htm. Acesso em 23 de set. de 2022.

2.2. Entidade supervisora integrante do Sistema Financeiro Nacional

O sistema financeiro caracteriza-se pelo conjunto de normas, práticas e instituições que possibilitam a alocação eficiente de recursos dentro de um país.[286] O Sistema Financeiro Nacional (SFN) é composto por um conjunto de entes que regulamentam**,** fiscalizam **e** executam as operações necessárias à circulação da moeda e do crédito na economia.

O Art. 1º da Lei n.º 4595 de 31 de dezembro de 1964, que dispõe sobre a Política e as Instituições Monetárias, Bancárias e Creditícias, Cria o Conselho Monetário Nacional e dá outras providências, define como integrantes do Sistema Financeiro Nacional: Conselho Monetário Nacional; Banco Central do Brasil; Banco do Brasil S. A.; Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e demais instituições financeiras públicas e privadas.

O Art. 192 da Constituição Federal dispõe que o Sistema Financeiro Nacional é estruturado de forma a promover o desenvolvimento equilibrado do País e a servir aos interesses da coletividade, em todas as partes que o compõem.

A partir da interpretação da Constituição Federal, conclui-se que, no Brasil, o Sistema Financeiro Nacional (SFN) é composto por instituições normativas, entidades supervisoras e operadoras. O Banco Central do Brasil propõe a subdivisão do Sistema Financeiro Nacional tabela abaixo[287]:

Órgãos Normativos	**Entidades Supervisoras**	**Operadores**	
Conselho Monetário Nacional (CMN)	Banco Central do Brasil (BACEN)	Instituições financeiras (captadoras de depósitos à vista e demais)	Outros intermediários financeiros e administradores de recursos de terceiros

[286] SZTAJN, Rachel. **Sistema Financeiro**. Rio de Janeiro: Elsevier. 2011, p. 79.
[287] BANCO CENTRAL DO BRASIL. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/sfn. Acesso em: 27 de nov. de 2023.

		Bolsas de Valores
	Comissão de Valores Mobiliários (CVM)	Bolsas de Mercadorias e Futuros
Conselho Nacional de Seguros Privados (CNSP)	Superintendência de Seguros Privados (SUSEP)	Resseguradores e sociedades seguradoras Entidades abertas de previdência complementar
Conselho Nacional de Previdência Complementar (CNPC)	Superintendência Nacional de Previdência Complementar (PREVIC)	Entidades fechadas de previdência complementar (fundos de pensão)

Os órgãos normativos, representados pelo Conselho Monetário Nacional[288], Conselho Nacional de Seguros Privados e Conselho Nacional de Previdência Complementar são os responsáveis pela definição das políticas e diretrizes gerais do Sistema Financeiro Nacional, sem funções executivas. São entidades governamentais colegiadas, criadas por lei, com atribuições específicas. Em geral, apoiam-se em estruturas técnicas de apoio para a tomada das decisões, que são regulamentadas e fiscalizadas pelas entidades supervisoras.

As entidades supervisoras, a exemplo da Comissão de Valores Mobiliários, assumem funções executivas (como a fiscalização dos operadores sob sua responsabilidade), funções normativas (com o intuito de regulamentar leis, como a Lei n.º 6.385/76, expedir resoluções, editadas pelos órgãos normativos como o CMN); e

[288] São membros do Conselho Monetário Nacional: o Presidente representado pelo Ministro da Economia, o Presidente do Banco Central do Brasil e o Secretário especial de Fazenda do Ministério da Economia. Cf. Lei n° 13.844, de 18 de junho de 2019. Estabelece a organização básica dos órgãos da Presidência da República e dos Ministérios. Acesso em: https://www.gov.br/mj/pt-br/acesso-a-informacao/institucional/sumario/decretos/anexos/lei-no-13-844-de-18-de-junho-de-2019-1.pdf/view. Disponível em: 6 de maio de 2024.

função de supervisão de mercado, compreendendo atividades executivas e normativas materializadas na regulação do mercado de valores mobiliários (normatização, supervisão, fiscalização e sanção).

As entidades operadoras incluem, em geral, instituições públicas ou privadas, envolvidas, direta ou indiretamente, como instituições auxiliares nas atividades de captação, intermediação e aplicação de recursos no sistema financeiro nacional. Exemplos de operadores relacionados às atividades da CVM, são bancos de investimentos[289] e as sociedades corretoras[290] e distribuidoras[291] de valores mobiliários.

2.3. Natureza jurídica: autarquia especial e agência reguladora

A Comissão de Valores Mobiliários foi instituída no Brasil, em 1976, com a edição da Lei n.º 6.385, que a classifica como autarquia federal de regime especial vinculada ao Ministério da Fazenda (Art. 5º) e com a atribuição de promover a expansão, o funcionamento eficiente e regular do mercado de valores mobiliários e estimular as

[289] Os bancos de investimento são instituições financeiras de natureza privada, constituídas obrigatoriamente sob a forma de sociedades anônimas, especializadas em operações estruturadas para empresas. Tais operações podem envolver participação acionária de empresas ou financiamentos, a prazos médio e longo, para suprimento de capital, fixo ou circulante (de giro), mediante a aplicação de recursos próprios ou captados junto ao público. Alguns bancos de investimento podem ser classificados como múltiplos se acumularem outras funções (banco comercial, de desenvolvimento, de crédito imobiliário, de crédito, etc.). Entre as atividades de um banco de investimento estão as captações de recursos via depósitos a prazo, repasses de recursos externos, internos e venda de cotas de fundos de investimento por eles administrados. Além disso, instituem, organizam e administram fundos de investimentos e carteiras de títulos e valores mobiliários, assessoram negócios e realizam lançamentos de ações de empresas. BANCO CENTRAL DO BRASIL. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/sfn. Acesso em: 27 de nov. de 2023.

[290] As sociedades corretoras de títulos e valores mobiliários (corretoras) são instituições financeiras com múltiplas funções, entre elas a operação em bolsas de valores. Necessitam de autorização prévia do BACEN para serem constituídas, estando sujeitas à fiscalização da própria bolsa de valores, da CVM e do BACEN. Sua principal atividade é a execução de ordens de compra e de venda de ativos para seus clientes, podendo auxiliar o investidor, na medida em que disponibilizam informações provenientes de seus departamentos técnicos ou de análises de terceiros. Podem também administrar fundos de investimentos. Em geral, cobram taxas e comissões por seus serviços. BANCO CENTRAL DO BRASIL. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/sfn. Acesso em: 27 de nov. de 2023.

[291] As sociedades distribuidoras de títulos e valores mobiliários (distribuidoras) são instituições financeiras também autorizadas a funcionar pelo BACEN e pela CVM, atuando na intermediação de títulos e valores mobiliários, particularmente, nas atividades relacionadas ao mercado de capitais. Possuem diversas funções, em especial, atividades relacionadas à distribuição de valores mobiliários, como cotas de fundos de investimento, debêntures e notas promissórias comerciais. As distribuidoras só tiveram autorização para operar em bolsas de valores com o advento da Decisão-Conjunta BACEN/CVM n. 17, de março de 2009. BANCO CENTRAL DO BRASIL. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/sfn. Acesso em: 27 de nov. de 2023.

aplicações permanentes em ações do capital social de companhias abertas sob controle de capitais privados nacionais (Art. 4º, inciso II).

A primeira definição de "autarquia", na legislação nacional, remonta do Artigo 2º do Decreto-Lei n.º 6.016 de 22 de novembro de 1943, como: "*o serviço estatal descentralizado, com personalidade de direito público, explícita ou implicitamente reconhecida por lei"*.[292]

Em 25 de fevereiro de 1967, o Art. 5º, inciso I do Decreto-Lei n.º 200, vigente, dispôs sobre a definição de autarquia, nos seguintes termos:

> Art. 5º Para os fins desta lei, considera-se:
>
> I - Autarquia - o serviço autônomo, criado por lei, com personalidade jurídica, patrimônio e receita próprios, para executar atividades típicas da Administração Pública, que requeiram, para seu melhor funcionamento, gestão administrativa e financeira descentralizada.
>
> (...)[293]

O Decreto-Lei 200 não inseriu expressamente o regime de Direito Público no conceito de autarquia, todavia, Celso Antônio Bandeira de Mello reconhece "*o caráter de entidade autárquica às pessoas meramente administrativas revestidas de personalidade de Direito Público*."[294] O conceito de autarquia, segundo o autor, compreende as pessoas jurídicas de direito público:

> ...que gozam de liberdade administrativa nos limites da lei que as criou; não são subordinadas a órgão algum do Estado, mas apenas controladas, como ao diante melhor se esclarece. Constituindo-se em centros subjetivados de direitos e obrigações distintos do Estado, seus assuntos são assuntos próprios; seus negócios, negócios próprios; seus recursos, não importa se oriundos de trespasse estatal ou hauridos como produto da atividade que lhes seja afeta, configuram recursos e patrimônio próprios, de tal sorte que desfrutam de "autonomia" financeira, tanto como administrativa; ou seja, suas gestões

[292][292] BRASIL. DECRETO LEI N.º 6.016 de 22 de novembro de 1943. Dispõe sobre a imunidade dos bens, rendas e serviços das autarquias, e dá outras providências. Brasília: DF. Diário Oficial da União. 1943. Disponível em: https://www2.camara.leg.br/legin/fed/declei/1940-1949/decreto-lei-6016-22-novembro-1943-416115-publicacaooriginal-1-pe.html. Acesso em: 14 de nov. de 2023.

[293] BRASIL. DECRETO LEI 200 de 25 de fevereiro de 1967. Dispõe sôbre a organização da Administração Federal, estabelece diretrizes para a Reforma Administrativa e dá outras providências. Brasília: DF. Diário Oficial da União. 1967. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/del0200.htm. Acesso em: 14 de nov. de 2023.

[294] MELLO, Celso Antônio Bandeira de. **Curso de direito administrativo.** 16. ed. São Paulo: Malheiros Ed. 2003. p. 148.

> administrativa e financeira necessariamente são de suas próprias alçadas – logo, descentralizadas.[295]

Em complemento, Hely Lopes Meirelles assevera que as autarquias não agem por delegação, mas por direito próprio:

> A autarquia não age por delegação; age por direito próprio e com autoridade pública, na medida do *jus imperii* que lhe foi outorgado pela lei que a criou. Como pessoa jurídica de Direito Público interno, a autarquia traz ínsita, para a consecução de seus fins, uma parcela do poder estatal que lhe deu vida. Sendo um ente autônomo, não há subordinação hierárquica da autarquia para com a entidade estatal a que pertence, porque, se isto ocorresse, anularia seu caráter autárquico. Há mera vinculação à entidade-matriz, que, por isso, passa a exercer um controle legal, expresso no poder de correção finalística do serviço autárquico.[296]

O qualificativo de "regime especial" define a autarquia como agência reguladora. Segundo Paulo de Barros Carvalho, na definição das autarquias se extrai uma definição imprecisa do regime especial, a partir da observação de exemplos das características destas autarquias verificadas em cada uma das leis instituidoras.[297]

Como falta uma definição genérica de "regime especial" em lei, as características que definiam a autarquia "sob regime especial" podem ser compreendidas dentro de limites gerais da ordem jurídica, definidas pelo legislador que cria as autarquias específicas. A partir dessa metodologia, Maria Sylvia Zanella Di Pietro identifica alguns traços específicos das autarquias criadas sob este regime especial:

> ...o regime especial vem definido nas respectivas leis instituidoras, dizendo respeito, em regra, à maior autonomia em relação à Administração Direta; à estabilidade de seus dirigentes, garantida pelo exercício de mandato fixo, que eles somente podem perder nas hipóteses expressamente previstas, afastada a possibilidade de exoneração *ad nutum*; ao caráter final das suas decisões, que não são passíveis de apreciação por outros órgãos ou entidades da Administração Pública.[298]

Observa-se que as peculiaridades do "regime especial" das autarquias estão ligadas à intensidade da autonomia em relação à Administração Pública, manifestada por critérios como a investidura de mandato fixo e estável aos dirigentes e o caráter final de suas decisões.

---

[295] MELLO, Celso Antônio Bandeira de. **Curso de direito administrativo.** 16. ed. São Paulo: Malheiros Ed. 2003. p. 148.
[296] MEIRELLES, Hely Lopes. **Direito administrativo brasileiro**. 23. ed. São Paulo, Malheiros Ed. 1998, p. 298.
[297] Em contrapartida, teríamos a definição conotativa, isto é, o estabelecimento de traços definitórios por meio de previsão legal sobre o que seria autarquia sob regime especial. CARVALHO, Paulo de Barros. **Direito tributário: fundamentos jurídicos da incidência**. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2006. p. 101.
[298] DI PIETRO, Maria Sylvia Zanella. **Direito administrativo.** 20. ed. São Paulo: Atlas, 2007. p. 436.

Conforme já citado, segundo o Decreto Lei n.º 200, a criação das autarquias ocorre por meio de edição de lei específica. O Artigo 37, Inciso XIX, resultante da Emenda Constitucional n.º 19, de 1998, autoriza a criação, por meio de lei específica, de determinadas entidades:

> Art. 37. A administração pública direta e indireta de qualquer dos Poderes da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios obedecerá aos princípios de legalidade, impessoalidade, moralidade, publicidade e eficiência e, também, ao seguinte: (Redação dada pela Emenda Constitucional nº 19, de 1998).
>
> XIX – somente por lei específica poderá ser criada autarquia e autorizada a instituição de empresa pública, de sociedade de economia mista e de fundação, cabendo à lei complementar, neste último caso, definir as áreas de sua atuação; (Redação dada pela Emenda Constitucional nº 19, de 1998).

No Brasil, as agências reguladoras emergem na década de 1990 no contexto das privatizações.[299] O Estado brasileiro buscava desenvolver a iniciativa privada e reduzir seu protagonismo na execução direta dos serviços públicos. O Brasil adota o modelo estadounidense e opta pela criação das agências reguladoras, com objetivo de garantia do "*poder de intervenção nos mais diversos setores em que se faz necessária a presença reguladora e disciplinadora do Estado*."[300]

O Artigo 174, inciso I da Constituição Federal prevê o dever de regulação da atividade econômica pelo Estado, na condição de agente normativo e regulador da atividade econômica, a quem cabe exercer as funções de fiscalização, incentivo e planejamento, na forma da lei, sendo o planejamento determinante para o setor público e indicativo para o setor privado.

As agências reguladoras constituem pessoas jurídicas de direito público criadas por lei especial que as institui, cuja finalidade é regular e fiscalizar a atividade específica que lhe está atrelada, na forma da lei instituidora. Caracterizam entidades da Administração Indireta, criadas sob a roupagem de autarquia sob regime especial e vinculadas ao ministério supervisor, competente para tratar da respectiva atividade.

O regime especial conferido às agências reguladoras consiste basicamente em garantir-lhes: (i) a ausência de subordinação ou tutela hierárquica; (ii) autonomia

---

[299] BINENBOJM, Gustavo. Agências reguladoras, legalidade e direitos fundamentais: limites aos poderes normativo e sancionatório da Anvisa na Regulação de produtos fumígenos. In: ARAGÃO, Alexandre Santos de (Coord.). **O poder normativo das agências reguladoras**. Rio de Janeiro: Forense, 2006. p. 644.
[300] GOMES, Joaquim Barbosa. Agências reguladoras: a "metamorfose" do Estado e da democracia – uma reflexão de direito constitucional comparado. *In*: BINENBOJM, Gustavo (Coord.). **Agências reguladoras e democracia**. Rio de Janeiro: Renovar, 2005. p. 30-31.

funcional, decisória, administrativa e financeira e (iii) investidura a termo de seus dirigentes e estabilidade durante os mandatos.

Para garantia da necessária autonomia política, os dirigentes gozam de mandato fixo, vedada a possibilidade de exoneração *ad nutum*[301], vedação de indicação de pessoas com atuação política conflitante, na forma dos Artigos 5º[302], 6º[303], 8º e 9º[304],

---

[301] Define José Roberto da Silveira o termo *ad nuttum:* "À vontade, pela vontade. Ao menor." SILVEIRA, José Roberto da. **Brocados latinos: termos jurídicos**. São Paulo: Leud, 2006. p. 11.

[302] "*Art. 5º O Presidente, Diretor-Presidente ou Diretor-Geral (CD I) e os demais membros do Conselho Diretor ou da Diretoria Colegiada (CD II) serão brasileiros, indicados pelo Presidente da República e por ele nomeados, após aprovação pelo Senado Federal, nos termos da alínea "f" do inciso III do art. 52 da Constituição Federal, entre cidadãos de reputação ilibada e de notório conhecimento no campo de sua especialidade, devendo ser atendidos 1 (um) dos requisitos das alíneas "a", "b" e "c" do inciso I e, cumulativamente, o inciso II: (Redação dada pela Lei nº 13.848, de 2019) Vigência; I - ter experiência profissional de, no mínimo: (Incluído pela Lei nº 13.848, de 2019) Vigência; a) 10 (dez) anos, no setor público ou privado, no campo de atividade da agência reguladora ou em área a ela conexa, em função de direção superior; ou (Incluído pela Lei nº 13.848, de 2019) Vigência; b) 4 (quatro) anos ocupando pelo menos um dos seguintes cargos: (Incluído pela Lei nº 13.848, de 2019) Vigência; 1. cargo de direção ou de chefia superior em empresa no campo de atividade da agência reguladora, entendendo-se como cargo de chefia superior aquele situado nos 2 (dois) níveis hierárquicos não estatutários mais altos da empresa; (Incluído pela Lei nº 13.848, de 2019) Vigência; 2. cargo em comissão ou função de confiança equivalente a DAS-4 ou superior, no setor público; (Incluído pela Lei nº 13.848, de 2019) Vigência; 3. cargo de docente ou de pesquisador no campo de atividade da agência reguladora ou em área conexa; ou (Incluído pela Lei nº 13.848, de 2019) Vigência; c) 10 (dez) anos de experiência como profissional liberal no campo de atividade da agência reguladora ou em área conexa; e (Incluído pela Lei nº 13.848, de 2019) Vigência; II - ter formação acadêmica compatível com o cargo para o qual foi indicado. (Incluído pela Lei nº 13.848, de 2019) Vigência; § 1º (VETADO). (Incluído pela Lei nº 13.848, de 2019) Vigência; § 2º (VETADO). (Incluído pela Lei nº 13.848, de 2019) Vigência; § 3º (VETADO). (Incluído pela Lei nº 13.848, de 2019) Vigência; § 4º (VETADO). (Incluído pela Lei nº 13.848, de 2019) Vigência; § 5º A indicação, pelo Presidente da República, dos membros do Conselho Diretor ou da Diretoria Colegiada a serem submetidos à aprovação do Senado Federal especificará, em cada caso, se a indicação é para Presidente, Diretor-Presidente, Diretor-Geral, Diretor ou Conselheiro. (Incluído pela Lei nº 13.848, de 2019) Vigência; § 6º (VETADO). (Incluído pela Lei nº 13.848, de 2019) Vigência; § 7º Ocorrendo vacância no cargo de Presidente, Diretor-Presidente, Diretor-Geral, Diretor ou Conselheiro no curso do mandato, este será completado por sucessor investido na forma prevista no caput e exercido pelo prazo remanescente, admitida a recondução se tal prazo for igual ou inferior a 2 (dois) anos. (Incluído pela Lei nº 13.848, de 2019) Vigência; § 8º O início da fluência do prazo do mandato dar-se-á imediatamente após o término do mandato anterior, independentemente da data de indicação, aprovação ou posse do membro do colegiado. (Incluído pela Lei nº 13.848, de 2019) Vigência; § 9º Nas ausências eventuais do Presidente, Diretor-Presidente ou Diretor-Geral, as funções atinentes à presidência serão exercidas por membro do Conselho Diretor ou da Diretoria Colegiada indicado pelo Presidente, Diretor-Presidente ou Diretor-Geral da agência reguladora. (Incluído pela Lei nº 13.848, de 2019) Vigência."* BRASIL. LEI N.º 9.986 de 18 de julho de 2000. Dispõe sobre a gestão de recursos humanos das Agências Reguladoras e dá outras providências. DF: Brasília. Diário Oficial da União. 2000. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l9986.htm. Acesso em: 14 de nov. de 2023.

[303] "*Art. 6º O mandato dos membros do Conselho Diretor ou da Diretoria Colegiada das agências reguladoras será de 5 (cinco) anos, vedada a recondução, ressalvada a hipótese do § 7º do art. 5º. (Redação dada pela Lei nº 13.848, de 2019) Vigência. Parágrafo único. Em caso de vacância no curso do mandato, este será completado por sucessor investido na forma prevista no art. 5º."* BRASIL. LEI N.º 9.986 de 18 de julho de 2000. Dispõe sobre a gestão de recursos humanos das Agências Reguladoras e dá outras providências. DF: Brasília. Diário Oficial da União. 2000. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l9986.htm. Acesso em: 14 de nov. de 2023.

[304] "*Art. 9º O membro do Conselho Diretor ou da Diretoria Colegiada somente perderá o mandato: (Redação dada pela Lei nº 13.848, de 2019) Vigência I - em caso de renúncia; (Incluído*

da Lei n.º 9.986 de 2000 (Lei sobre gestão de recursos humanos das agências reguladoras), alterada pela Lei n.º 13.848 de 2019 (Lei das Agências Reguladoras).

Quanto à autonomia financeira, as agências reguladoras dispõem de dotações orçamentárias gerais e fontes próprias de recursos. Conforme define Leila Cuéllar, a autonomia financeira pode derivar de: (a) arrecadação de taxas de fiscalização sobre os serviços ou atividades econômicas regulados; (b) produtos de multas, emolumentos e retribuição de serviços prestados a terceiros; (c) rendimentos de operações financeiras; (d) recursos provenientes de convênios, acordos ou contratos celebrados; (e) doações, legados, dentre outros recursos que lhe forem destinados; (f) valores apurados na venda ou aluguel de bens móveis ou imóveis de propriedade das agências.[305]

Por fim, quanto às decisões por elas tomadas, são, em regra, de caráter terminativo, podendo ser revistas pelo Poder Judiciário, na forma do Artigo 5º, Inciso XXXV da Constituição Federal.[306]

Por ter sido criada antes da Constituição Federal de 1988 e antes da Lei das Agências Reguladoras Federais (Lei n.º 19.848/2019), a CVM não foi constituída como agência reguladora e tampouco é classificada expressamente na Lei das Agências Reguladoras como tal.[307] Todavia, entende-se que a CVM constitui Autarquia, sob regime especial, com função de regulação do mercado de valores mobiliários. Alinha-se a doutrina de Celso Antônio Bandeira De Mello[308] que é categórico ao classificar a CVM como agência reguladora, considerando as funções similares exercidas por ela em relação àquelas desempenhadas pelas agências e ao fato de constituir uma autarquia em regime especial. No mesmo sentido, Sérgio Mazza assevera sobre a CVM:

> ... é uma autarquia especial constituída como "autoridade administrativa independente", tendo como características a ausência de subordinação

pela Lei nº 13.848, de 2019) Vigência II - em caso de condenação judicial transitada em julgado ou de condenação em processo administrativo disciplinar; (Incluído pela Lei nº 13.848, de 2019) Vigência; III - por infringência de quaisquer das vedações previstas no art. 8º-B desta Lei. (Incluído pela Lei nº 13.848, de 2019) Vigência; Parágrafo único. (Revogado). (Redação dada pela Lei nº 13.848, de 2019) Vigência". BRASIL. LEI N.º 9.986 de 18 de julho de 2000. Dispõe sobre a gestão de recursos humanos das Agências Reguladoras e dá outras providências. DF: Brasília. Diário Oficial da União. 2000. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l9986.htm. Acesso em: 14 de nov. de 2023.

[305] CUÉLLAR, Leila. As agências reguladoras e seu poder normativo. São Paulo: Dialética, 2001, p. 136.

[306] Cf. Constituição Federal. Art. 5º. "XXXV - a lei não excluirá da apreciação do Poder Judiciário lesão ou ameaça a direito;"

[307] Confira Art. 2º da Lei 13.848 de 25 de junho de 2019. Dispõe sobre a gestão, a organização, o processo decisório e o controle social das agências reguladoras.

[308] BANDEIRA DE MELLO, Celso Antônio. **Curso de direito administrativo,** 32ª edição, revista e atualizada até a Emenda Constitucional 84, de 2.12.2014. / Celso Antônio Bandeira de Mello. São Paulo: Malheiros Editores, 2015, p. 175.

> hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, além de autonomia financeira e orçamentária (art. 5º da Lei n. 6.385/76). Sua função é fiscalizar, normatizar, disciplinar e desenvolver o mercado de valores mobiliários no Brasil. Devido à identidade de regime e natureza de suas atribuições, devemos concluir que a CVM é uma agência reguladora, apesar de não se chamar agência.[309]

Como efeitos do regime jurídico especial de autarquia federal, a CVM possui personalidade jurídica e patrimônio próprios, autonomia financeira e orçamentária, além de seus dirigentes possuírem autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade; incidindo sobre ela todas as demais regras previstas para as autarquias federais.

Em 2019, foi publicada a Lei n.º 13.848, chamada de Marco Geral das Agências Reguladoras Federais, com finalidade de uniformizar regras gerais sobre regime regulatório, com vistas a promover melhor governança, incluindo dispositivos que tratam sobre gestão, organização, processo de tomada de decisão e controle social das suas atividades, aplicável a todas as agências reguladoras de maneira indistinta (Art. 2º, parágrafo único), concretizando a previsão contida no Art. 174 da Constituição Federal.

A aplicação da Lei Geral das Agências Reguladoras Federais a todos os entes de regulação, tal qual a CVM, alinha-se a consagração do princípio do interesse público, vez que resulta em: a) uniformização dos processos decisórios, de controle social e de prestação de contas na própria atividade de regulação estatal; b) aplicação e uniformização de normas gerais sobre o funcionamento das ouvidorias; c) uniformização e garantia de instrumentos legais para articulação e interação dos entes de regulação com outras entidades e órgãos da Administração Pública, tendo em vista especialmente a defesa da concorrência, a proteção dos consumidores e do meio ambiente; d) uniformização das regras sobre escolha, estabilidade e independência dos dirigentes.

2.4.Atribuição, competência e princípios.

Nos termos do Art. 4º da Lei 6.385/76[310], a CVM possui atribuição regulatória no mercado de valores mobiliários, abrangendo as atividades de: (i)

---

[309] MAZZA, Alexandre. **Manual de direito administrativo**. 12. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2022, p. 389.

[310] Segue art. 4º da Lei 6.385/1976. "Art . 4º O Conselho Monetário Nacional e a Comissão de Valores Mobiliários exercerão as atribuições previstas na lei para o fim de: I - estimular a formação de poupanças e a sua aplicação em valores mobiliários; II - 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; III - assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados da bolsa e de balcão; IV - proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado

desenvolvimento do mercado: que compreende o estímulo à formação de poupança e sua aplicação em valores mobiliários; a promoção, expansão e o funcionamento eficiente do mercado de valores mobiliários e estímulo em aplicações permanentes, em ações do capital social de companhias abertas sob controle de capitais privados nacionais (Lei 6.385/76, Art. 4º, incisos I e II); (ii) garantia de eficiência e funcionamento do mercado: assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados da bolsa e de balcão; assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários; e assegurar a observância, no âmbito do mercado, das condições de utilização de crédito fixadas pelo Conselho Monetário Nacional - CMN (Lei n.º 6.385/76, Art. 4º, incisos III, VII e VIII); (iii) proteção dos investidores: proteção dos titulares de valores mobiliários e dos investidores do mercado contra emissões irregulares de valores mobiliários; contra atos ilegais de administradores e acionistas controladores das companhias abertas ou de administradores de carteira de valores mobiliários; e contra o uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários, além de evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados no mercado (Lei 6.385/76, art. 4º, incisos IV e V); (iv) garantia do acesso à informação adequada: assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e sobre as companhias que os tenham emitido, regulamentando a Lei e administrando o sistema de registro de emissores, de distribuição e de agentes regulados (Lei 6.385/76, art. 4º, inciso VI, e art. 8º, incisos I e II) .

As competências atribuídas à CVM, conforme Art. 8º da Lei n.º 6.385/76 são: (i) regulamentar as matérias expressamente previstas na Lei 6.385/76 e na Lei da Sociedade por Ações; (ii) realizar atividades de credenciamento, registro e fiscalização de auditores independentes, administradores de carteiras, analistas e consultores de valores mobiliários, assessores de investimento, entre outros; (iii) fiscalizar permanentemente as atividades e os serviços do mercado de valores mobiliários, bem como a veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele participam

contra: a) emissões irregulares de valores mobiliários; b) atos ilegais de administradores e acionistas controladores das companhias abertas, ou de administradores de carteira de valores mobiliários. c) o uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários. V - evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados no mercado; VI - assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido; VII - assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários; VIII - assegurar a observância no mercado, das condições de utilização de crédito fixadas pelo Conselho Monetário Nacional.

e aos valores nele negociados; (iv) fiscalizar e inspecionar as companhias abertas, os fundos de investimento e demais atividades e serviços do mercado de valores mobiliários; (v) apurar, mediante inquérito administrativo, atos ilegais e práticas não-equitativas de administradores de companhias abertas e de quaisquer participantes do mercado de valores mobiliários, aplicando as penalidades previstas nas Leis 6.404/76 e 6.385/76, e nas normas da própria CVM ou em leis especiais cujo cumprimento lhe incumba fiscalizar (Lei 6.385/76, Art. 8º, incisos III e V, e Art. 11).

Ao lado das atribuições e competências, a Lei n.º 6.385 dispõe à CVM os meios materiais, instrumentais e institucionais necessários ao cumprimento de sua missão, conferindo-lhe: poder normativo, através do qual a CVM regula a atuação dos diversos agentes do mercado[311]; poder disciplinar e poder punitivo, que permitem a responsabilização e penalização daqueles que descumprem as normas regulatórias ou dos que praticam atos fraudulentos no mercado de valores mobiliários.

Com relação à função normativa e educadora de regulação geral do mercado de valores mobiliários e, nos termos da Deliberação n.º 1/78, a CVM pode expedir os seguintes atos: instruções normativas[312], portarias[313], atos declaratórios[314], pareceres[315], notas explicativas[316] e deliberações.[317]

---

[311] Nos termos do art. 18 da Lei n.º 6.385/76[311], os atos emanados da CVM têm como objetivo disciplinar matérias relativas à organização, funcionamento e operações da bolsa de valores, negociação e intermediação no mercado de valores mobiliários, conceituação de mercado de valores mobiliários, definição de práticas irregulares e/ou ilícitas de administradores de companhias abertas e investidores, procedimentos para aplicação de sanções, entre outros.

[312] Nos termos do art. 8º, inciso I da Lei 6.385/76, as instruções normativas expedidas pela CVM consubstanciam atos através dos quais a própria CVM regulamentará as matérias previstas na Lei 6.385/76 e 6.404/76.

[313] Na forma do art. 13 da Lei 6.385/76, a CVM expede portarias. Veja art. 13 da Lei 6.385/76: "*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.*"

[314] Através de atos declaratórios a CVM declara a existência de um direito, em razão de seu poder de credenciar ou autorizar o exercício de atividades.

[315] Na forma do Art. 13 da Lei 6.385/1976, a CVM expede pareceres de orientação para orientar os agentes do mercado e os investidores sobre matéria que lhe cabe regular, bem assim veicula as orientações de CVM sobre a interpretação das leis n.º 6.385/1976 e 6.404/1976 no interesse do mercado de capitais e responde a consultas especificas formuladas por agentes de mercado e investidores.

[316] A CVM utiliza notas explicativas para publicar os motivos que a impulsionam a propor ao Conselho Monetário Nacional matéria que lhe compete decidir, bem assim para veicular as decisões tomadas pelo respectivo órgão colegiado que aprovaram determinada instrução.

[317] A CVM expede deliberações para consubstanciar os atos proferidos pelo órgão colegiado que determinam sua respectiva competência, na forma do Regimento Interno.

As penalidades previstas para aplicação pelo Colegiado da CVM, com garantia de contraditório, ampla defesa e devido processo legal, correspondem à: advertência, multa, suspensão ou inabilitação para o exercício do cargo e suspensão ou cassação da autorização ou do registro, além da proibição temporária por prazo determinado (Art. 11), cuja aplicação resta prevista na Lei n.º 13.506 de 13 de novembro de 2017, que dispõe sobre o processo administrativo sancionador na esfera de atuação do Banco Central do Brasil e da Comissão de Valores Mobiliários, regulamentada pela Resolução CVM n.º 45 de 31 de agosto de 2021, alterada pelas Resoluções CVM n.º 65/2022, n.º 162/2022 e n.º 179/2023, que dispõe sobre o rito dos procedimentos relativos à atuação sancionadora no âmbito da Comissão de Valores Mobiliários.

Desde 1997, a Lei n.º 9.457/97 introduziu a possibilidade de celebração de Termo de Compromisso na seara administrativa sancionadora, que possibilita a suspensão do procedimento administrativo pela CVM, desde que o acusado interrompa a prática do ato ilícito e apresente um plano de indenização dos prejudicados. A Lei n.º 13.506/2017, regulamentada pela Resolução CVM n.º 45/21, dispõe sobre o Termo de Compromisso (Arts. 80 à 91 da Resolução CVM n.º 45) e ampliou as hipóteses de consensualidade, com a criação do Acordo Administrativo em Processo de Supervisão (Arts. 92 à 102 da Resolução CVM 45).

A CVM não tem competência para determinar o ressarcimento de eventuais prejuízos de natureza civil sofridos pelos investidores em decorrência da ação ou omissão de agentes do mercado, devendo, no entanto, manter serviço para exercer atividade consultiva ou de orientação junto aos agentes do mercado de valores mobiliários ou a qualquer investidor (Art. 13). No campo da consensualidade, no entanto, na forma do Art. 82, inciso II da Resolução CVM n.º 45 CVM, é pressuposto inafastável da proposta de celebração de termo de compromisso que o interessado apresente o plano para corrigir as irregularidades praticadas, inclusive indenizando os prejuízos que causou. Ainda em sede de consensualidade, e na forma do Art. 85, na hipótese de serem detectados danos a investidores e a fim de instruir a análise da proposta, a CVM pode, a seu critério, notificá-los para que forneçam informações quanto à extensão dos prejuízos que tiverem suportado e ao valor da reparação, o que não lhes confere a qualidade de parte no processo administrativo sancionador ou no eventual acordo firmado.

Na esfera penal, a CVM tem a responsabilidade de denunciar ao Ministério Público a ocorrência de indícios de ilícito penal de que tenha conhecimento e/ou

diagnosticados em processos em que apura irregularidades no mercado (Art. 12). De igual forma, a CVM deve encaminhar à Secretaria da Receita Federal informações sobre indícios de ilícito fiscal de que tiver conhecimento no exercício de suas atribuições e competências. A Lei ainda assegura à CVM o direito de participar de processos judiciais que envolvam matéria de interesse do mercado de valores mobiliário. A Autarquia deverá ser intimada a se manifestar em processos que envolvam seus interesses, mediante juntada de pareceres ou oferecimento de esclarecimentos (Art. 31). No campo da consensualidade, com fulcro no Art. 28-A do Código de Processo Penal, é possível que a CVM, em ato conjunto com o Ministério Público Federal, firme acordo de não persecução penal (ANPP) com o regulado, na forma e nos limites da lei.[318]

A Comissão de Valores Mobiliários, o Banco Central do Brasil, a Secretaria de Previdência Complementar, a Secretaria da Receita Federal e Superintendência de Seguros Privados manterão um sistema de intercâmbio de informações, relativas à fiscalização que exerçam, nas áreas de suas respectivas competências, no mercado de valores mobiliários (Art. 28).

Em termos práticos, em relação aos jurisdicionados da CVM, o processo de regulação inicia com a normatização, com a participação dos agentes do mercado, mediante mecanismos de audiências e consultas públicas e apoiado em seus fundamentos e princípios. Segue com a atividade de fiscalização e monitoramento das atividades dos participantes do mercado, que pode resultar em constatação de irregularidades abrindo-se o processo de apuração e responsabilização com punição dos agentes por práticas irregulares ou ilegais, assegurado ao acusado contraditório, ampla defesa e devido processo legal. A decisão proferida em sede de processo administrativo sancionador é colegiada e desafia recurso ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional.

---

[318] Em dezembro de 2023 foi firmado o primeiro ANPP entre CVM e MP. O Art. 28-A do Código de Processo Penal, introduzido pela Lei n.º 13.964/2019 conhecida como "Pacote Anticrime", possibilita a realização de acordo de não persecução penal (ANPP), proposto pelo Ministério Público, desde que necessário e suficiente para reprovação e prevenção do crime, mediante as condições ajustadas cumulativa e alternativamente dispostas nos incisos do caput do Art. 28-A. No final de 2023, pela primeira vez, o Ministério Público Federal (MPF) e a Comissão de Valores Mobiliários firmaram um Termo de Compromisso e Acordo de Não Persecução Penal (ANPP) no processo administrativo sancionador (PA CVM 19957.007321/2022-88) instaurado pela Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários (SMI) para apurar crime de manipulação de preços no mercado de valores mobiliários, em operações com cotas do Fundo de Investimento Imobiliário *Personale* I (PRSN11B), no período entre 18/11/2019 e 29/11/2019 (infração ao Art. 3º da Resolução CVM 62).

A CVM fundamenta a sua atividade regulatória em um conjunto de princípios amplamente divulgados ao mercado para permitir que seus diversos segmentos compreendam como e por quê a CVM edita as respectivas normas. Segundo a CVM *"essa estrutura conceitual é importante também como base para as atividades de autorregulação, na medida em que estabelece diretrizes para o exercício de iniciativas disciplinadoras que as entidades do mercado decidam adotar..."*.[319]

A CVM afirma que a regulação deve assegurar um mercado de valores mobiliários livre, competitivo e informado, ou seja, eficiente. Além disso, a regulação deve se empenhar para garantir um mercado confiável, em que haja uma adequada proteção e harmonização dos interesses de todos os que nele transacionam. *"O exercício da atividade regulatória da CVM, portanto, objetiva assegurar essa eficiência e essa confiabilidade, condições consideradas fundamentais para promover a expansão e o desenvolvimento desse mercado"*

Segundo a CVM, os princípios norteadores da regulação são extraídos de três questionamentos: (i) o que se deve esperar da regulação, (ii) qual o alcance da regulação e (iii) qual a limitação da regulação. São eles: a) interesse público; b) confiabilidade; c) eficiência do mercado; d) competitividade; e e) mercado livre, extraídos da própria interpretação dos Arts. 4º e 8º da Lei 6.385, abaixo caracterizados:

> Interesse Público: A transferência de recursos entre os investidores e os agentes econômicos é indispensável à contínua formação de capital, quando se contempla uma sociedade como a brasileira, que exerceu opção clara pelo modelo capitalista, baseado na livre iniciativa e na economia de mercado. É por meio desse processo de transferência de recursos que se obtém o investimento e o crescimento das unidades econômicas e, em decorrência, do conjunto da sociedade. Portanto, é do interesse público o bom funcionamento do mercado de valores mobiliários.
>
> Confiabilidade: A existência e o crescimento do mercado dependem da confiança que seus diversos protagonistas depositam no sistema. Se o propósito do órgão regulador é favorecer o crescimento do mercado, de modo que ele possa atender sempre às crescentes exigências da sociedade, torna-se imperativa a observação deste fundamento. A regulação deve se dar de forma a criar uma base de confiança que assegure ao detentor de recursos a certeza de que pode atuar no mercado, incorrendo exclusivamente nos riscos próprios do negócio em que quer operar.
>
> Eficiência do mercado: É característica de um mercado livre a sua capacidade de atuar como mecanismo apto a direcionar a poupança da sociedade aos projetos econômicos mais adequados a suas expectativas. Este é um aspecto

[319] COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Portal do Investidor. Regulação e Autorregulação. Publicado em 29 de set de 2022. Disponível em: https://www.gov.br/investidor/pt-br/investir/cuidados-ao-investir/o-papel-da-cvm/regulacao-e-autorregulacao. Acesso em: 30 de nov. de 2023.

> que que deve ser observado e perseguido no trabalho de regulação, na medida em que só assim se consegue o melhor atendimento de anseios da sociedade. Da mesma forma, a minimização dos custos da intermediação desses recursos responde tanto ao interesse das companhias, como dos indivíduos que nelas investem, e será por meio da eficiência do mercado que tais objetivos poderão ser alcançados: eficiência alocacional e operacional.
>
> Competitividade: A eficiência do mercado depende do grau de competição que se estabeleça entre os seus participantes. Portanto, a regulação terá que se manter sempre atenta a este fundamento, não só evitando ações que venham a inibir a competitividade, mas também assegurando que ela se dê de forma sadia. Além disso, a competição ativa minimiza a necessidade de regulação.
>
> Mercado Livre: A liberdade de atuação no mercado e de acesso a seus mecanismos é pré-condição de existência de um mercado capaz de desempenhar adequadamente o seu papel. No processo de regulação do mercado de valores mobiliários, devem estar presentes, permanentemente, o respeito à livre atuação das forças de mercado e o livre acesso ao exercício de atividades e às operações que nele se processem.[320]

Finalmente, a CVM ressalta a importância da autorregulação como instrumento para a eficiência regulatória na medida em que evita a centralização excessiva do poder de editar normas e fiscalizar seu cumprimento.

2.5. Estrutura de regulação CVM: regulação e autorregulação

A CVM exerce função regulatória no mercado de valores mobiliários auxiliada por instituições participantes do mercado as quais a própria lei lhes atribui função de autorregulação.

> A autorregulação "tanto pode revestir juridicamente de natureza privada, como natureza pública. No primeiro caso, as instâncias de autorregulação são estabelecidas por autovinculação dos interessados de forma voluntária, na base do direito privado e da liberdade negocial. No segundo caso, as instancias de autorregulação são impostas ou reconhecidas oficialmente pelo Estado e dotadas de poderes de normação e de disciplina obrigatória idênticos ao do Estado.[321]

Em análise específica sobre autorregulação no âmbito do mercado de valores mobiliários, Nelson Eizerik discorre sobre a modalidade denominada "regulação voluntária com conteúdo jurídico"[322], termo que identifica como a autorregulação no âmbito do mercado de valores mobiliários, caracterizada pelo fato de que no Brasil, assim

---

[320] COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. PORTAL DO INVESTIDOR. Disponível em: https://www.gov.br/investidor/pt-br/investir/cuidados-ao-investir/o-papel-da-cvm/regulacao-e-autorregulacao. Acesso em: 4 de dez de 2023.

[321] MOREIRA, Egon Bockmann. **Autoregulação profissional e Administração Pública.** 1ª Ed. Almedina, 1997, p.54.

[322] EIZIRIK, Nelson. **O papel do Estado na Regulação do Mercado de Capitais.** Rio de Janeiro. Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais, 1977, p. 21.

como em outros países, a regulação executada pelos membros do mercado de valores mobiliários ocorre por imposição legal, constituindo, para o autor, um terceiro tipo de regulação. Os entes obrigatoriamente autorreguladores no mercado de valores mobiliários são também concomitantemente regulados.

Segundo a CVM, a autorregulação fundamenta-se em três pressupostos: a) redução de custos regulatórios: considera que os custos para promoção de uma ação eficaz sobre os participantes do mercado de valores mobiliários implica em custos excessivos; b) aumento de eficiência na atividade regulatória: pressupõe que a entidade autorreguladora possui maior proximidade aos regulados e às atividades específicas reguladas, podendo agir com maior celeridade e a custos moderados; c) maior identificação e adesão às regras regulatórias: pressupõe que a elaboração de regras pelos próprios entes para disciplinar suas atividades aumentam a adesão da comunidade a essas normas, diminuindo a necessidade de intervenção do órgão regulador.[323]

Dentre as entidades de autorregulação imprescindíveis ao bom funcionamento do mercado de valores mobiliários, destacam-se as Bolsas de Valores,[324]

---

[323] COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. PORTAL DO INVESTIDOR. Disponível em: https://www.gov.br/investidor/pt-br/investir/cuidados-ao-investir/o-papel-da-cvm/regulacao-e-autorregulacao. Acesso em: 4 de dez de 2023.

[324] Os dispositivos que versam sobre o dever de fiscalização das Bolsa de Valores são: Art. 18, inciso I, letra "d" da Lei n.º 6.385/76: "*Art. 18. Compete à Comissão de Valores Mobiliários: I - editar normas gerais sobre: d) exercício do poder disciplinar pelas Bolsas e pelas entidades do mercado de balcão organizado, no que se refere às negociações com valores mobiliários, e pelas entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários, sobre os seus membros, imposição de penas e casos de exclusão*;" e Art. 17, §1º da Lei 6.385/76: "*Art. 17. As Bolsas de Valores, as Bolsas de Mercadorias e Futuros, as entidades do mercado de balcão organizado e as entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários terão autonomia administrativa, financeira e patrimonial, operando sob a supervisão da Comissão de Valores Mobiliários. §1º Às Bolsas de Valores, às Bolsas de Mercadorias e Futuros, às entidades do mercado de balcão organizado e às entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários incumbe, como órgãos auxiliares da Comissão de Valores Mobiliários, fiscalizar os respectivos membros e as operações com valores mobiliários nelas realizadas*.". Art. 20 da Instrução n.º 387/2003: "*Art. 20. Compete às bolsas, como órgãos auxiliares da CVM, fiscalizar as atividades dos seus membros e baixar as normas complementares necessárias à execução do disposto nesta Instrução. §1o As bolsas manterão à disposição da CVM os dados e informações obtidos com as atividades de fiscalização por elas desenvolvidas. §2o Sempre que qualquer das entidades mencionadas no caput deste artigo, no exercício da auto-regulação, identificar a prática, por quaisquer pessoas ou entidades, que estejam submetidas a sua jurisdição, de atos ilícitos, bem como a existência de irregularidades, a CVM deve ser imediatamente informada, inclusive quanto às providências que tiverem sido adotadas. §3o Sempre que qualquer das entidades mencionadas no caput deste artigo suspeitar da prática de atos ilícitos ou da existência de irregularidades envolvendo pessoa ou entidade que não esteja submetida a sua jurisdição, deverá comunicar de imediato à CVM as suspeitas que tiver."* A legislação ainda prevê dotação orçamentária em favor da Bolsa de Valores como contrapartida da sua função pública de fiscalização conforme Art. 14, da Lei N.º 6.385/76. Há, ainda, previsão legal que permite a Bolsa de Valores firmar termo de compromisso desde que atrelado às regras da CVM, na forma do Art. 11, §10 da Lei N.º 6.385/76. BRASIL. Lei N.º 6.385 de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a

no caso do Brasil, a atual B3, com natureza jurídica de sociedade anônima de capital aberto desde 2007.

A principal função dos mercados de bolsa e de balcão é organizar, manter, controlar e garantir ambientes ou sistemas propícios para o encontro de ofertas e a realização de negócios com formação eficiente de preços, transparência e divulgação de informações e segurança na compensação e liquidação dos negócios. Essas funções aumentam a confiança dos investidores no mercado secundário, de maneira a fomentar o mercado primário e, portanto, as captações públicas de recursos pelas companhias.

As Bolsas de valores brasileiras eram entidades oficiais corporativas, vinculadas às secretarias de finanças dos governos estaduais e compostos por corretores nomeados pelo poder público até o advento das Leis n.º 4.595/64 e n.º 4.829/65, que deram início à formalização da regulação do mercado de valores mobiliários. A partir de então, as Bolsas brasileiras passaram por diversas transformações. Primeiro, passaram a se configurar como associações civis sem fins lucrativos, com autonomia administrativa, financeira e patrimonial. No ano de 2000, houve a unificação da Bolsa de Valores brasileiras. Em 2007, as bolsas passaram a apresentar natureza de sociedade anônima de capital aberto e a sua desmutualização gerou a Bovespa Holding S/A, passando a realizar oferta pública inicial no segmento especial de listagem denominado "Novo Mercado". [325]

Atualmente, a única Bolsa de Valores em funcionamento no Brasil é a B3, após a fusão, em 2017, entre Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo – BM&FBovespa (esta decorrente da fusão entre Bovespa Holding S/A e a BM&F S/A) e a Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos Privados (CETIP).

A B3 atua em distintas frentes na estrutura do mercado de valores mobiliários: (i) em operações de negociação de valores mobiliários, (ii) operações de compensação e liquidação de valores mobiliários (operações de Mercadorias e Futuros)[326]

Comissão de Valores Mobiliários. Presidente da República. Diário Oficial da União, Brasília, DF. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm. Acesso em: 9 de nov. de 2023.

[325] Ver DONAGGIO, Ângela. Regulação e Autoregulação do Mercado de Capitais Brasileiro**.** *In*: **Regulação Brasileira do Mercado de Capitais.** Organizador Danilo Borges do Santos Gomes de Araujo, São Paulo, Saraiva, 2015, p.176.

[326] Em 2008, a Bovespa integrou suas operações à Bolsa de Mercadorias & Futuros, dando origem à BM&FBOVESPA. Ver DONAGGIO, Ângela. Regulação e Autoregulação do Mercado de Capitais Brasileiro. *In*: **Regulação Brasileira do Mercado de Capitais**. Organizador Danilo Borges do Santos Gomes de Araujo, São Paulo, Saraiva, 2015, p.176.

e (iii) serviços de listagem e depósito central para os ativos negociados em seu ambiente.[327]

A B3 exerce atividade de interesse público no âmbito do Sistema Financeiro Nacional, responsável por intermediar negociações de ações, títulos públicos, fundos imobiliários, derivativos, entre outros, além de oferecer serviços de custódia, registro, compensação e liquidação de operações financeiras; possui dotação orçamentária para exercício de função pública (Art. 14, Lei n.º 6.385/76); possui poderes de fiscalização dos seus membros e dos participantes do mercado que nela operam (Art. 17, Lei n.º 6.385/76), competência para instaurar processos sancionadores, punir e firmar termos de compromisso (Art. 11, §10, Lei n.º 6.385/76). [328]

A B3 exerce sua função em regime de monopólio, decorrente da fusão, em 2008, entre BM&F e Bovespa Holding (ensejando a BM&FBOVESPA) e a posterior fusão, em 2017, desta com a Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos Privados (CETIP)[329], ensejando a B3 em 2017, com autorização expressa do Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE), Comissão de Valores Mobiliários e

---

[327] Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/b3/institucional/quem-somos/. Acesso em 11 de abril de 2022.

[328] Em novembro de 2023, no âmbito do Processo de Enforcement – Ofício 469/2023-SLS instaurado nos termos do Ofício nº 469/2023-SLS, de 31/03/2023 ("Notificação" – doc. 005), em face da Americanas S.A. ("Americanas" ou "Companhia"), membros do conselho de administração, da diretoria e do comitê de auditoria da Companhia, que atuaram em tais órgãos a partir da entrada em vigor do Regulamento do Novo Mercado ("RNM" ou "Regulamento do Novo Mercado"), em 02/01/2018, em vista do descumprimento de obrigações previstas no RNM; A B3 suspendeu o uso do selo de Novo Mercado pela Americanas S.A. nos termos do art. 57, do Regulamento do Novo Mercado, e multou 22 pessoas físicas ligadas à administração da companhia, como membros do conselho de administração, de Comitê de Auditoria e diretores. As multas variam entre R$ 263 mil a R$ 395 mil. As infrações cometidas estão relacionadas a efetividade das estruturas de fiscalização e controles internos, efetividade da política de gerenciamento de risco, assim como, avaliação das informações financeiras e suas respectivas auditorias. Para retomar o selo, a Americanas terá cumprir com os compromissos previstos nas regras do Novo Mercado, dentre os quais: divulgar o relatório do comitê independente, apresentar demonstração financeira com relatório do auditor independente sem ressalva, um relatório circunstanciado de controle interno auditado e sem inconsistência e atualizar as informações financeiras pendentes. Caso a Americanas não cumpra suas pendências e um novo processo seja aberto, poderá culminar na retirada compulsória da Americanas do Novo Mercado (art. 55, inciso V do RNM). A decisão da B3 no âmbito de seu poder sancionador representa a primeira vez que uma empresa foi suspensa do Novo Mercado. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/regulacao-de-emissores/atuacao-sancionadora/sancoes-aplicadas.htm. Acesso em: 7 de maio de 2024.

[329] A Câmara de Custodia e Liquidação – CETIP foi instituída pelo Conselho Monetário Nacional em 1984 e em 2017 foi fundida com a BM&F Bovespa, ensejando a B3, presta serviços de registro, central depositária, negociação e liquidação de ativos e títulos à instituições participantes que utilizam seus serviços, dentre elas: fundos de investimento, bancos comerciais, de investimento e múltiplos, corretoras, distribuidoras, empresas de *leasing*, consórcios, financeiras e crédito imobiliário, investidores estrangeiros, cooperativas de crédito, empresas não financeiras, como: seguradoras, fundações e concessionárias de veículos; devendo fiscalizar os mercados por ela administrados.

Banco Central. Embora a legislação não impeça a criação de outras bolsas no Brasil, a situação fática de monopólio da B3, desde 2017 no mercado, desencoraja nova concorrência.

Atualmente, a B3 exerce papel fundamental como agente autorregulador[330], capacidade esta que depende também de sua autonomia.[331] Identificam-se duas perspectivas fundamentais na autorregulação exercida pela B3. A primeira coincide com o papel de auxiliar a CVM com relação à normatização e fiscalização das corretoras. A segunda identifica-se no papel de auxiliar a CVM com relação à normatização e fiscalização das companhias, incluindo instauração de processos sancionadores, punição[332] e celebração de termo de compromisso.[333]

Os mercados de bolsa e balcão assumiram a responsabilidade pela autorregulação dos seus ambientes, sistemas e operadores[334], com autonomia suficiente para normatizar, fiscalizar e punir as operações realizadas em seus mercados.[335] A função

---

[330] EIZIRIK identifica a autorregulação com atividade de "*normatização e fiscalização por parte dos próprios membros do mercado, organizados em instituições ou associações privadas, de suas atividades com vistas a manutenção de elevados padrões éticos*." EIZIRIK, Nelson. Regulação e Autorregulação no Mercado de Valores Mobiliários. *In*: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico, Financeiro, Nova Série, ano XXI, n.48, out-dez. 1982, p. 52.

[331] A B3 autorregula o mercado por meio da Bovespa Supervisão de Mercados (BSM), que opera sob a supervisão da CVM. A B3 deve estabelecer mecanismos e procedimentos eficazes para que a BSM fiscalize a observância das regras e normas de conduta da Bolsa, bem como da regulamentação vigente. A BSM, atuando por meio da supervisão de mercado e por meio de auditoria de participantes, pode identificar violações anormais de negociação ou comportamentos suscetíveis de colocar em risco a regularidade de funcionamento, a transparência e a credibilidade do mercado, aplicando algumas penalidades. Disponível em: https://www.bsmsupervisao.com.br/supervisao-de-mercado/como-funciona. Acesso em: 4 de dez. de 2023.

[332] As penalidades previstas no art. 55 do Regulamento do Novo Mercado aplicáveis pela B3 são: advertência, censura, multa, suspensão da companhia do Novo Mercado e saída compulsória da companhia do Novo Mercado. Segundo Relatório de Atividade Sancionadora da B3, em 2024, foram aplicadas: 14 dispensas de sanção, 12 advertências, 32 multas que totalizaram o valor de R$ 635.500,00. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/regulacao-de-emissores/atuacao-sancionadora/sancoes-aplicadas.htm. Acesso em: 7 de maio de 2024.

[333] Quanto à regulação das companhias, a B3 atua em duas frentes: a primeira, instituindo regras especificas de listagem, fiscalização de seu cumprimento e a segunda, deriva de seu poder fiscalizador das companhias emissoras, instituído via Convênio entre a CVM e a antiga BM&FBOVESPA em 13 de dezembro de 2011. Ver DONAGGIO, Ângela. Regulação e Autoregulação do Mercado de Capitais Brasileiro. *In***: Regulação Brasileira do Mercado de Capitais**. Organizador Danilo Borges do Santos Gomes de Araujo, São Paulo, Saraiva, 2015, p.178.

[334] Nos ambientes de bolsa, todas as informações sobre os negócios, como os preços, as quantidades e horários, entre outras, devem ser publicadas continuamente. As entidades administradoras de mercados de bolsa devem manter sistemas de controle de riscos e, especialmente, manter mecanismo de ressarcimento de prejuízos, para assegurar aos investidores o ressarcimento de prejuízos decorrentes de erros ou omissões das instituições intermediadoras ou seus administradores e empregados.

[335] O processo sancionador da B3 resta definido no Regulamento do Novo Mercado, artigos 47 à 65. Disponível em: https://www.b3.com.br/data/files/ED/C4/C1/2D/F99068101BBF1068AC094EA8/Regulamento%20do%20Novo%20Mercado%20_Versao%202023_.pdf. Acesso em: 7 de maio de 2024.

do Estado, perante a autorregulação das bolsas, se reduz à supervisão e orientação do sistema, estabelecendo requisitos mínimos necessários, objetivos a serem atingidos e controles necessários.

A B3 é também regulada pela CVM e pelo Banco Central do Brasil.[336] Nas palavras de Fabio Konder Comparato, as bolsas de valores atuam também sob a supervisão da CVM:

> ...sob a supervisão da Comissão de Valores Mobiliários, e não apenas debaixo de sua fiscalização, como os demais integrantes do sistema de mercado de capitais. Supervisionar significa, às claras, ditar ordens ou diretrizes para a atuação das Bolsas, consideradas como autênticos agentes da Comissão (...). As Bolsas de Valores fazem parte dessa classe especial de pessoas jurídicas do direito privado, incumbidas por lei – e não apenas por concessão de autoridade administrativa – do exercício de um serviço público.[337]

Em razão do exercício de função pública em regime de monopólio, da dotação de orçamento público, da competência de fiscalização de seus membros e dos membros do mercado que atuam na B3, bem assim da possibilidade de instaurar processos saneadores, impor sanções e firmar termos de compromisso; questiona-se a atribuição de regime jurídico de empresa privada e a possibilidade de exploração da atividade com finalidade lucrativa da bolsa de valores, quando pareceria mais correto uma organização sob regime jurídico parcialmente público, de modo a conciliar características do regime público e privado; com maior controle do Estado sobre a função pública exercida e uma gestão parciamente privada que lhe garanta agilidade e competitividade, ou, pelo menos, uma entidade privada sem finalidade lucrativa, garantindo o dinamismo e pragmatismo associados as empresas privadas, mas sem o afã da obtenção do lucro.

No âmbito de órgãos de autorregulação auxiliares da CVM na regulação do mercado de valores mobiliários, na forma dos Convênios, destaca-se a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA), associação

---

[336] A Resolução n.º 2.690/2000 do Banco Central, em atendimento de determinação do Conselho Monetário Nacional, determinou a alteração e consolidação das normas que disciplinam a constituição, organização e funcionamento das Bolsas de Valores. No respectivo Art. 1º, inciso VI se estabelece a função de autorregulação das Bolsas de Valores, destacando a função de: *"VI - preservar elevados padrões éticos de negociação, estabelecendo, para esse fim, normas de comportamento para as sociedades membros e para as companhias abertas e demais emissoras de títulos e/ou valores mobiliários, fiscalizando sua observância e aplicando penalidades, no limite de sua competência aos infratores."* BANCO CENTRAL DO BRASIL. Resolução n.º 2.690 de 26 de janeiro de 2000. Altera e consolida as normas que disciplinam a constituição, a organização e o funcionamento das bolsas de valores. Brasília: DF. Diário Oficial da União. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/2000/pdf/res_2690_v1_o.pdf. Acesso em: 9 de nov. de 2023.

[337] COMPARATO, Fabio Konder. **Direito Empresarial – Estatutos e Pareceres**. São Paulo: Saraiva. 1995, p. 319 e 325.

que representa instituições heterogêneas do mercado de valores mobiliários, dentre os quais: bancos de investimentos, bancos múltiplos e comerciais, gestores e administradores de fundos, corretoras e distribuidoras de valores mobiliários e gestores de patrimônio.[338]

Associação Brasileira de Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA) é associação privada composta por representantes de instituições do mercado de valores mobiliários associadas, dirigida por um presidente[339], oito vice-presidentes[340] e quatorze diretores, eleitos e com mandato de dois anos que possuem a responsabilidade de: (i) dirigir e administrar a Associação; (ii) fazer cumprir o Estatuto Social, suas normas e procedimentos; (iii) fazer cumprir as resoluções da Assembleia Geral; e (iv) definir a agenda estratégica da Associação, indicando e aprovando as iniciativas prioritárias para os anos seguintes.

Através de um convênio com a CVM, a ANBIMA é responsável pelo processo de habilitação de administradores de carteiras. A ANBIMA é responsável por reunir toda a documentação, tanto de pessoa jurídica quanto de pessoa física, efetuar a análise prévia dos pressupostos, fazer as entrevistas dos prepostos do fundo e promover a visitação das instalações respectivas, antes de seguir para validação da CVM. Os pedidos de habilitação de fundos devem ser feitos no SSM (Sistema de Supervisão de Mercados) da ANBIMA, plataforma destinada à troca de informações com o mercado.[341]

---

[338] A ANBIMA possui objetivo de fortalecer as instituições de mercado, destacando-se quatro fundamentais compromissos: (i) representar os interesses dos associados e articular perante os órgãos públicos as demandas que estejam de acordo com as necessidades dos segmentos que representam; (ii) autorregular as atividades executadas pelos associados, fiscalizando os códigos e respectiva adesão dos associados, bem assim o compromisso dos associados a seguirem e se conformarem com as melhores práticas do mercado; (iii) contribuir para a melhor capacitação dos profissionais que atuam nos segmentos representados; (iv) prover informações importantes sobre o mercado que representam. Associação Brasileira de Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA). Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/institucional/governanca/diretoria.htm. Acesso em: 9 de nov. de 2023.

[339] Atualmente, o presidente da ANBIMA é representante do Banco Santander S/A. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/institucional/governanca/diretoria.htm. Acesso em: 9 de nov. de 2023.

[340] Atualmente, os quatorze vice-presidentes da ANBIMA são representantes dos seguintes bancos: Banco do Brasil, BTG Pactual, Itaú Unibanco, Bradesco, BNP Paribas Brasil; e das Assets: *Leblon Equities*, *BlackRock*. Associação Brasileira de Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA). Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/institucional/governanca/diretoria.htm. Acesso em: 9 de nov. de 2023.

[341] Associação Brasileira de Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA). Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/autorregular/servicos/habilitacao-de-administradores-de-carteira.htm. Acesso em: 24 de mar. de 2023.

A ANBIMA destina-se a fortalecer as instituições e o mercado que representa, estabelecendo o compromisso de autorregulação de seus associados, de forma a atuar ao lado dos associados, promovendo-lhes informações necessárias, subsídios conceituais e, ao mesmo tempo, exigindo-lhes a conformação da atuação segundo as melhores práticas do mercado.

Com relação aos seus associados, a ANBIMA exige formas de padronização de procedimentos, avaliação e fiscalização da certificação dos profissionais que atuam no âmbito de seus associados, atuação dentro da concorrência leal, aumento da qualidade e disponibilidade das informações, além de elevação dos padrões fiduciários.

Com relação especificamente à CVM, e através dos convênios firmados com esta, cabe a ANBIMA realizar as análises preliminares dos pedidos de registro de ofertas públicas de debêntures, notas promissórias, e desde que já negociado no mercado de ações, bônus de subscrição, ações e certificados de depósito de ações.

Cita-se, ademais, na qualidade de órgãos de autorregulação atuantes do mercado de valores mobiliários, por expressa previsão da CVM, em sede de instrução normativa específica, a Associação dos Analistas e Profissionais de Investimentos do Mercado de Capitais – APIMEC e a Associação Nacional das Corretoras e Distribuidores de Títulos Mobiliários, Câmbio e Mercadorias – ANCORD. Enquanto a APIMEC representa os profissionais de analista de investimentos, concentrando sua atividade na certificação, fiscalização, investigação e punição dos respectivos profissionais na forma da Resolução CVM 20 de 25 de fevereiro de 2021[342], informando obrigatoriamente os casos à CVM; a ANCORD, na forma da Resolução 178/2023[343], constitui entidade de classe voltada ao credenciamento, fiscalização, investigação e punição dos assessores de investimento e demais profissionais das instituições associadas ligadas ao mercado de distribuição de valores mobiliários.

---

[342] COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Resolução N.º 20 de 25 de fevereiro de 2021. Dispõe sobre a atividade de analista de valores mobiliários e revoga a Deliberação CVM nº 633, de 6 de julho de 2010, e a Instrução CVM nº 598, de 3 de maio de 2018. DF: Brasília. Diários Oficial da União. 9 de out. de 2023. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol020.html. Acesso em: 9 de nov. de 2023.

[343] COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Resolução N.º 178 de 14 de fevereiro de 2023. Dispõe sobre a atividade de assessor de investimento e revoga a Resolução CVM nº 16, de 9 de fevereiro de 2021. DF: Brasília. Diários Oficial da União. 9 de out. de 2023. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol178.html. Acesso em: 9 de out. de 2023.

Finalmente destacam-se as chamadas “entidades de recomendação” que, muito embora não sejam instituições de autorregulação por lei, por delegação estatal ou por convênio realizado com a CVM, exercem funções de disseminação de boas práticas em suas respectivas áreas de atuação. A partir de produção e avaliação de indicadores de mercado, chegam a emitir regras, que, embora não vinculantes aos seus associados, servem para incrementar os atuantes do mercado com informações relacionadas a melhores práticas. Dentre as entidades, destacam-se: Associação Brasileira de Companhias Abertas – ABRASCA, Associação de Investidores no Mercado de Capitais – AMEC, Comitê de Organização para Divulgação de Informações ao Mercado – CONDIM, Comitê de Pronunciamentos Contábeis – CPC, Instituto Brasileiro de Governança Coorporativa – IBGC, Instituto dos Auditores Independentes – IBRACON e Instituto Brasileiro de Relações com Investidores – IBRI.

A regulação do mercado de valores mobiliários é realizada com auxílio da autorregulação realizada por entes privados, compreendendo uma estrutura regulatória pública e privada atuante na função normativa, fiscalizatória e punitiva, de modo a criar uma rede regulatória, com interlocutores dos diversos setores regulados e participantes do mercado de valores mobiliários capazes de se comunicar com seus associados com maior grau de especificidade, buscando maior eficiência e singularidade no conteúdo das normas direcionadas aos diferentes atuantes do mercado e maior objetividade na fiscalização, averiguação de condutas e punição dos participantes.

A CVM adota o sistema de autorregulação para determinadas atividades no mercado de valores mobiliários, delegando parcela do poder de editar normas e fiscalizar seu cumprimento.

A CVM ressalta que a delegação de poderes de normatização e fiscalização ao ente de autorregulação convive com as competências residuais da CVM que lhe permitiriam, em tese, evitar possíveis inconvenientes da autorregulação, relacionados a conflito de interesses, destacando: a complacência em relação a assuntos de interesse público, a tendência à autoproteção dos regulados, a leniência na imposição de sanções e atitudes tolerantes, decorrentes do desejo de evitar publicidade negativa aos negócios.[344]

[344] COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. PORTAL DO INVESTIDOR. Disponível em: https://www.gov.br/investidor/pt-br/investir/cuidados-ao-investir/o-papel-da-cvm/regulacao-e-autorregulacao. Acesso em: 4 de dez de 2023.

2.6. Influência internacional na regulação

No final da década de 1980, foram aprovadas novas normas regulatórias que revelam a adequação brasileira às tendências regulatórias internacionais.

Otávio Yazbek destaca, dentre as normas que apontam a construção das bases para a integração do mercado brasileiro no sistema global[345], a Resolução CMN n.º 1.289/1987[346], que regulamenta um novo regime para investidores estrangeiros, através da criação de diferentes modalidades de investimentos autorizadas para acesso ao investidor internacional ao mercado brasileiro.

Na década de 1990, no contexto da estabilização da moeda e controle da inflação, as estruturas de regulação financeira ocuparam-se em criar instrumentos e métodos capazes de lidar com a nova realidade de estabilidade econômica que escancarava a necessidade de aprimorar o Sistema Financeiro Nacional[347], como também sua inserção no cenário da economia mundial. Ganhou impulso uma série de movimentos no âmbito regulatório sob a forma de regulação prudencial[348] e sistêmica, centrados na adesão ao Acordo da Basiléia.[349]

---

[345] Outra alteração normativa importante, na mesma direção, é a autorização para funcionamento dos bancos múltiplos, inicialmente via Resolução n.º 1.524/1988, antes impedidos pelo regime de especialização que antes vigorava. Em todo caso, a criação dos bancos múltiplos cria a necessidade do Plano Contábil das Instituições do Sistema Financeiro Nacional (COSIF), que consiste em plano de contas uniformizado para as instituições financeiras, na linha das tendências internacionais. YAZBEK, Otávio. **Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais**. Rio de Janeiro: Elsevier. 2007, p. 271.

[346] A Resolução n° 1.289, de 20 de março de 1987 foi revogada, a partir de 30/3/2015, pela Resolução nº 4.373, de 29/9/2014. Ver em: https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1987/pdf/res_1289_v22_l.pdf. Acesso em 11 de abril de 2022.

[347] Para Otávio Yazbek, "*Com o fim da inflação, muitas instituições perderam as chamadas receitas de floating, decorrentes da administração conjunta dos depósitos À vista não remunerados, feitos pelos clientes e outras operações.... uma vez eliminada as distorções até então existentes, ficou evidenciada a fragilidades da estrutura patrimonial de boa parte das instituições financeiras, não eram raros, desse modo, os problemas de má gestão disfarçados pela reduzida transparência e e pela contabilidade bancária..."* YAZBEK, Otávio. **Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais**. Rio de Janeiro: Elsevier. 2007, p. 272.

[348] Como exemplos de regulação prudencial, desenvolvidos a partir da década de 1990, além da adesão ao Acordo de Basiléia, destacam-se: criação da Central de Risco de Crédito (1997), possibilidade de cessão de créditos para securitizadoras (1998, publicada recente MP n.º 1103/20022), obrigação de estabelecimento de controles internos "*compliance*", abrangendo aspectos contábeis, organizacionais, administrativos e operacionais (1998), imposição de dever de classificação de risco de crédito assumido pelas instituições em razão de operações ativas via mecanismo de rating (2000) e novos instrumentos de supervisão e fiscalização. Gilberto Tadeu LIMA. Evolução Recente da Regulação Bancária no Brasil. *In*: SORREIRA, Rogério (org). **Regulação Financeira e Bancária.** São Paulo: Atlas. 2005, p. 204 e ss.

[349] Segundo Ana Rosa Ribeiro Mendonça. "*A Resolução 2.099/1994, que significou a adoção ao Acordo de Basiléia, colocou-se como um novo marco, não só pelas modificações que gerou no formato da estrutura de regulamentação, mas também por dar início a um processo no qual foram criadas normas com objetivo de construir um arcabouço mais acurado no sentido de mensuração a avaliação de riscos.*" MENDONÇA, Ana Rosa Ribeiro. Regulação Prudencial e redes de proteção: Transformações recentes no Brasil. *In*:

As atividades dos órgãos internacionais e seus Comitês[350], voltados a uniformizar a regulação financeira em âmbito global, centralizam-se em aspectos da regulação bancária, que opera como figura central regulatória tanto para o mercado de crédito, quanto para o mercado de valores mobiliários, por ser importante órgão de intermediação de diversas operações financeiras e proporcionar liquidez.

Os critérios de regulação adotados no sistema financeiro nacional, a partir da década de 1990, visam sua inserção no âmbito do mercado financeiro internacional, facilitando o fluxo financeiro de investimentos do exterior para o Brasil.

O Acordo de Basiléia I (*Basic Capital Accord*), de 1988, adotado pelo Brasil, busca harmonizar as práticas de regulação prudencial, uniformizando critérios de avaliação de consideração do patrimônio das instituições financeiras com o fim de diminuir as fontes de desigualdade competitiva entre os bancos[351] e uniformizar a regulação bancária entre os países.

O Acordo de Basiléia II, de 2004, também adotado pelo Brasil, concentra-se no fortalecimento da solidez e estabilidade do sistema bancário, bem assim na eliminação de problemas decorrentes da "arbitragem regulatória" mundial, que consiste no movimento migratório dos investidores, dos mercados mais regulados para os mercados menos regulados.[352] O Segundo Acordo de Basiléia volta-se a prefixação de critérios patrimoniais mínimos que devem ser adotados pelas instituições financeiras, imposição de mecanismos adequados de supervisão sobre procedimentos internos de cálculos e de administração de riscos assumidos pela instituição e a adequação ao seu patrimônio, ao estímulo de adoção de procedimentos padronizados de prestação de

---

Regulação Bancária e Dinâmica Financeira (Org) Ana Rosa Ribeiro de Mendonça. Campinas, SP: Unicamp. 2006, p. 373.

[350] O órgão mais relevante no cenário de regulação financeira mundial é o *Bank for International Settlements* (BIS), que desempenhou importante função durante a vigência do regime de *Bretton Woods* e, posteriormente, participou de projetos de ajuda e estabilização financeira ao redor do mundo, ganhando destaque como importante centro de debates sobre políticas globais em matéria financeira, cujas recomendações são adotadas por muitos países, incluindo-se o Banco Central do Brasil. O BIS comporta um comitê específico sobre regulação bancária, denominado: Committe on Banking Regulation and Supervisiory Practices (conhecido como Comitê da Basileia), criando em 1975, visando promoção de estabilidade e solidez aos sistemas bancários. YAZBEK, Otávio. **Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais**. Rio de Janeiro: Elsevir. 2007, p. 213 e 214.

[351] KREGUEL, Jan. **O novo Acordo de Basiléia pode ser bem sucedido naquilo em que o Acordo Original fracassou?** Org. Ana Rosa Ribeiro de Mendonça. Campinas, SP: Unicamp. 2006, p.25.

[352] *Ibid*, p.33

informações ao mercado (*public disclousure*), recomenda a valorização dos mecanismos de controle interno das instituições o que reflete na atividade de supervisão bancária.

Já com relação a regulação de condutas no âmbito do mercado de valores mobiliários, o organismo internacional de maior destaque no sentido de promover debates e estabelecimento de recomendações aos países é a *International Organization of Securities Commissions* (IOSCO)[353], que congrega, em seus Comitês, representantes de 95% dos mercados de valores mobiliários do mundo, correspondente a 130 países, dentre os quais a CVM, além de entidades privadas autorreguladoras, a exemplo da B3.

A Organização Internacional das Comissões de Valores Mobiliários (IOSCO) é o órgão internacional que reúne os reguladores mundiais de valores mobiliários e reconhecido como o definidor global de padrões para o setor. Trabalha intensamente com o G20 e com o Conselho de Estabilidade Financeira (FSB) na agenda global de reforma regulatória.[354]

Em 1998, a IOSCO adotou conjunto abrangente de Objetivos e Princípios da Regulamentação de Valores Mobiliários (Princípios IOSCO), reconhecidos como referências regulatórias internacionais para os mercados de valores mobiliários. Em 2003, a organização endossou metodologia abrangente (Metodologia de Avaliação de Princípios IOSCO) para realizar uma avaliação objetiva do nível de implementação dos Princípios da IOSCO nas jurisdições dos membros, visando desenvolver planos de ação práticos para corrigir deficiências identificadas.

Em 2002, a IOSCO adotou Memorando de Entendimento Multilateral sobre Consulta e Cooperação e Troca de Informações (IOSCO MMoU), elaborado para facilitar a aplicação transfronteiriça e a troca de informações entre os reguladores internacionais de valores mobiliários.

Uma das principais prioridades da IOSCO é que seus membros alcancem a implementação efetiva dos Princípios IOSCO, facilitando assim a cooperação

---

[353] A *International Organization of Securities Commissions* (IOSCO) foi criada em 1983, quando 11 agências reguladoras de valores mobiliários da América do Norte e do Sul concordaram em transformar sua associação regional interamericana em um corpo cooperativo internacional. Um ano depois, reguladores de valores mobiliários da França, Indonésia, Coréia e Reino Unido se tornaram as primeiras agências não americanas a ingressar na nova organização. Em julho de 1986, a IOSCO realizou sua conferência anual em Paris, a primeira fora das Américas e onde os membros concordaram em criar uma Secretaria-Geral permanente. Disponível em: https://www.iosco.org/about/?subsection=about_iosco Acesso em 11 de abril de 2022.

[354] Disponível em: https://www.iosco.org/about/?subsection=about_iosco Acesso em 11 de abril de 2022.

transfronteiriça, mitigando o risco sistêmico global, protegendo os investidores e garantindo mercados de valores mobiliários justos e eficientes. Os objetivos declarados da IOSCO são:

> (i) cooperar no desenvolvimento, implementação e promoção da adesão a padrões internacionalmente reconhecidos e consistentes de regulação, supervisão e aplicação para proteger os investidores, manter mercados justos, eficientes e transparentes e buscar lidar com riscos sistêmicos;
> (ii) aumentar a proteção dos investidores e promover a confiança dos investidores na integridade dos mercados de valores mobiliários, por meio de troca de informações e cooperação reforçadas na fiscalização contra má conduta e na supervisão de mercados e intermediários de mercado; e
> (iii) trocar informações em nível global e regional sobre suas respectivas experiências, a fim de auxiliar o desenvolvimento de mercados, fortalecer a infraestrutura de mercado e implementar a regulamentação apropriada.[355]

As recomendações pontuadas pelos reguladores internacionais do mercado financeiro e de valores mobiliários influenciam a produção legislativa regulatória, operando como importante vetor de conteúdo e direcionamento das respectivas normas setoriais.

O Art. 8º, III da Resolução CVM n.º 53 de 15 de outubro de 2021, que dispõe sobre o Sistema Integrado de Gestão de Riscos da CVM, vincula atividades de gerenciamento de riscos ao gerenciamento de riscos definidos ou que venham a ser definidos pela *Financial Stability Board* ("FSB"), na Organização Internacional das Comissões de Valores – OICV/IOSCO:

> III – deliberar sobre propostas que impliquem posicionamento relevante da CVM relativas a riscos que sejam objeto de definições no Financial Stability Board ("FSB"), na Organização Internacional das Comissões de Valores – OICV/IOSCO e nos demais fóruns internacionais dos quais a CVM participe.[356]

Em uma visão macroeconômica, a ODCE[357] (Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico), da qual o Brasil é aderente desde 1994, em seu relatório designado: "*OECD Regulatory Policy Outlook 2015"*[358], além de definir

---

[355] Disponível em: https://www.iosco.org/about/?subsection=about_iosco. Acesso em 11 de abril de 2022.
[356] COMISSÃO DE VALORES MOBILÁRIOS. Resolução n.º 53 de 15 de outubro de 2021. Dispõe sobre o Sistema Integrado de Gestão de Riscos da Comissão de Valores Mobiliários. Brasília, DF: Diário Oficial da União. 2021. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol053.html. Acesso em: 3 de dez. de 2023.
[357] Engajado à OCDE desde 1994, o Brasil tornou-se um parceiro-chave ativo da Organização em 16 de maio de 2007, seguindo a resolução do Conselho da OCDE (a nível ministerial) para fortalecer a cooperação com o Brasil, China, Índia, Indonésia, e África do Sul, através de um programa de maior engajamento que definiu esses países como "Parceiros-chave" da OCDE. Disponível em: https://www.oecd.org/latin-america/paises/brasil-portugues/. Acesso em 11 de abril de 2022.
[358] Disponível em: https://www.oecd.org/latin-america/paises/brasil-portugues/. Acesso em 11 de abril de 2022.

como deve ser uma boa regulação, destaca o recurso da Análise de Impacto Regulatório como instrumento útil nas análises técnicas a subsidiar a elaboração ou revisão das normas regulatórias, impulsionando escolhas regulatórias objetivas, no sentido da melhoria do bem-estar social, visando a um arcabouço jurídico mais eficiente e efetivo.

O processo de influência internacional gradativo levou o Brasil a reformular suas estruturas tradicionais de regulação e reflete diretamente sobre a atividade normativa interna, em alinhamento ao mercado econômico e financeiro global.

A busca por tal integração é prevista na Lei n.º 6.385/1976, com as alterações propostas pela Lei n.º 10.303/2001.[359] Ainda, tanto na exposição de motivos da Medida Provisória n.º 784/2017 (MP 784)[360], quanto na justificativa do Projeto de Lei n.º 8.843/2017[361] (apresentado ante a iminente perda de eficácia da referida Medida Provisória e aprovado pelo Congresso Nacional, resultando na promulgação da Lei n.º 13.506/2017), as propostas de alteração do processo administrativo sancionador apresentam como objetivo a adequação da regulação nacional às melhores práticas verificadas no plano internacional.

2.7. Estrutura organizacional: Regimento Interno

A estrutura organizacional da CVM para cumprimento das suas atribuições e competências é definida pelo Decreto nº 11.234 de 10 de outubro de 2022, alterado pelo Decreto n.º 11.594 de 10 de julho de 2023, regulamentado pela Resolução CVM nº 24, de 5 de março de 2021, com as alterações introduzidas pelas Resoluções CVM n.ºs 40/21, 66/22, 159/22, 177/23, 179/23 e 186/23, que cria o Regimento Interno da Comissão de Valores Mobiliários, e pode ser verificada nos termos abaixo apresentados.

Colegiado, a quem cabe fixar a política geral da CVM; expedir os atos normativos e exercer outras atribuições legais e complementares de competência da

---

[359] BRASIL. Lei n.º 6.385 de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Brasília: 1976. "*Art. 10. A Comissão de Valores Mobiliários poderá celebrar convênios com órgãos similares de outros países, ou com entidades internacionais, para assistência e cooperação na condução de investigações para apurar transgressões às normas atinentes ao mercado de valores mobiliários ocorridas no País e no exterior. § 1º A Comissão de Valores Mobiliários poderá se recusar a prestar a assistência referida no caput deste artigo quando houver interesse público a ser resguardado. § 2º O disposto neste artigo aplica-se, inclusive, às informações que, por disposição legal, estejam submetidas a sigilo."*

[360] Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2015-2018/2017/Exm/Exm-MP-784-17.pdf. Acesso em: 24 de jan de 2024.

[361] Disponível em: https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=2156331. Acesso em: 24 de jan de 2023.

CVM. Nos termos da Lei nº 6.385, o Colegiado da CVM é constituído por um presidente[362] e quatro diretores[363], nomeados pelo Presidente da República dentre pessoas de ilibada reputação e reconhecida competência em matéria de mercado de capitais, após aprovação pelo Senado Federal.[364]

A presidência, possui órgãos de assistência direta e imediata ao Presidente, compostos por: Gabinete da Presidência – CGP[365] (que contém a Gerência Executiva – EXE[366]); Assessoria de Comunicação Social – ASC[367]; e Assessoria de Análise Econômica, Gestão de Riscos e Integridade – ASA.[368]

---

[362] Presidência, a quem cabe: planejar, dirigir, coordenar e controlar as atividades finalísticas e administrativas da CVM em estreita consonância com as diretrizes traçadas pelo CMN (Art. 7º, I, Resolução CVM nº 24/21); representar a CVM, podendo, em casos específicos, delegar esta atribuição (Art. 7º, II); convocar e presidir as reuniões do Colegiado (Art. 7º, III); presidir as sessões de julgamento de processos administrativos sancionadores (Art. 7º, IV); expedir, em casos de urgência, os atos de competência da CVM ad referendum do Colegiado Art. 7º, V); nomear, dar provimento aos cargos da CVM e praticar outros atos compreendidos na administração de pessoal, nos termos da legislação aplicável (Art. 7º, VI); conceder elogios e aplicar penalidades aos servidores Art. 7º, VII); aprovar as políticas, princípios e diretrizes que nortearão as normas e práticas dos sistemas de gestão institucionais Art. 7º, VIII); e relatar processos administrativos sancionadores e não sancionadores, caso prevista em portaria a sua inclusão no sorteio, nos termos da regulamentação específica (Art. 7º, IX).

[363] Diretores, a quem cabe: participar das reuniões do Colegiado e das sessões de julgamento de processos administrativos sancionadores (Art. 8º, I); relatar os assuntos e processos, sancionadores ou não, que lhes forem distribuídos ou sorteados (Art. 8º, II); desenvolver projetos especiais e atividades que lhes forem atribuídas pelo Presidente (Art. 8º, III); e propor ao Colegiado a edição de atos de competência da CVM (Art. 8º, IV).

[364] Nos termos da Lei nº 6.385/76, a CVM é administrada por um presidente e quatro diretores, nomeados pelo Presidente da República dentre pessoas de ilibada reputação e reconhecida competência em matéria de mercado de valores mobiliários, após aprovação pelo Senado Federal (Art. 6º, *caput*), para um mandato de 5 anos, vedada a recondução, devendo ser renovado a cada ano um quinto dos membros do Colegiado (Art. 6º, §1º).

[365] Gabinete da presidência, a quem compete: assistir ou representar o Presidente em seu relacionamento administrativo, político e social, inclusive em suas funções de representação institucional (Art. 9º, I); gerenciar o fluxo de documentos encaminhados à Presidência e coordenar com as áreas internas as providências cabíveis (Art. 9º, II); coordenar o planejamento e a elaboração da pauta de despachos e audiências do Presidente (Art. 9º, III); fornecer subsídios e assessorar o Presidente na tomada de decisões de sua competência (Art. 9º, IV); e exercer outras atividades correlatas (Art. 9º, IV).

[366] Gerencia Executiva - EXE, a quem cabe: oferecer apoio administrativo às reuniões do Colegiado, elaborando as pautas e atas correspondentes (Art. 10, I); prestar assistência direta ao Gabinete da Presidência (Art. 10, II); instruir processos de afastamento do país (Art. 10, III); dar publicidade a atos decorrentes de decisões do Presidente e do Colegiado (Art. 10, IV); e exercer outras atividades correlatas (Art. 10, V).

[367] Compete a Assessoria de Comunicação Social – ASC: assessorar os servidores no seu relacionamento com os meios de comunicação e em assuntos relacionados à comunicação institucional (Art. 11, I); propor, promover e coordenar as atividades relacionadas à veiculação de informações junto a
órgãos de imprensa e de comunicação (Art. 12, II); promover e gerenciar conteúdo das páginas e perfis institucionais na Internet (Art. 12, III); planejar, organizar, controlar e executar atividades relativas à divulgação interna de ações (Art. 12, IV); zelar pela reputação institucional, inclusive no que diz respeito ao cumprimento de regras de identidade visual (Art. 12, V); coordenar trabalhos de criação gráfica e de editoração de publicações (Art. 12, VI); e exercer outras atividades correlatas (Art. 12, VII).

[368] Compete à Assessoria de Análise Econômica, Gestão de Riscos e Integridade - ASA: assessorar a CVM em questões de natureza econômica e de gestão de riscos (Art. 12, I); promover a elaboração de estudos

Logo estão os órgãos seccionais, representados por: (i) Auditoria Interna – AUD[369]; (ii) Procuradoria Federal Especializada – PFE[370] (formada pela Subprocuradoria Jurídica 1 – GJU-1; Subprocuradoria Jurídica 2 – GJU-2; Subprocuradoria Jurídica 3 – GJU-3; Subprocuradoria Jurídica 4 – GJU-4; Seção de Controle e Apoio Jurídico – CAJ; Setor de Controle e Apoio Jurídico – CAJ); (iii) Superintendência Administrativo-Financeira – SAD[371] (composta por: Gerência de Arrecadação e Cobrança – GEARC; Gerência de Controladoria e Contabilidade – GECON; Gerência de Execução Orçamentária e Financeira – GEOFI; Gerência de Licitações e Contratos – GELIC; Gerência de Manutenção e Administração Patrimonial

econômicos aplicados, inclusive de análise de impacto regulatório (Art. 12, II); coordenar a gestão de riscos, por meio da identificação, análise e avaliação de riscos e o tratamento de eventos de risco relevantes (Art. 12, III); exercer as atividades de Unidade Gestora da Integridade na CVM (Art. 12, IV); e exercer outras atividades correlatas (Art. 12, V).

[369] Compete à Auditoria Interna – AUD: proceder ao controle interno, fiscalizar e examinar os resultados quanto à economicidade, à eficácia e à eficiência da gestão orçamentária, financeira, contábil, patrimonial, de pessoal e dos demais sistemas administrativos e operacionais da CVM (Art. 14, I); assessorar o Colegiado no cumprimento dos objetivos institucionais da CVM, prioritariamente
na supervisão e no controle interno administrativo (Art. 14, II); realizar auditorias e emitir relatório sobre a execução física e financeira e os resultados obtidos na aplicação dos recursos, relativamente aos programas, aos projetos e às atividades sob responsabilidade da CVM (Art. 14, III); examinar e emitir parecer sobre a prestação de contas anual da CVM e sobre as tomadas de contas especiais (Art. 14, IV); acompanhar o atendimento às diligências e a implementação das recomendações dos órgãos e
das unidades do Sistema de Controle Interno do Poder Executivo Federal e do Tribunal de Contas da
União (Art. 14, V); elaborar o Plano Anual de Atividades da Auditoria Interna e o Relatório Anual de Atividades de Auditoria Interna da CVM (Art. 14, VI); realizar auditorias nos sistemas, nos processos e nas rotinas da CVM (Art. 14, VII); propor ao Colegiado a adoção de medidas necessárias ao aperfeiçoamento do funcionamento dos seus órgãos internos (Art. 14, VIII); auxiliar o órgão central do Sistema de Correição do Poder Executivo Federal e adotar as providências relativas à matéria correicional, nos termos do disposto na legislação aplicável (Art. 14, IX); analisar as reclamações formais apresentadas pelo público em geral sobre o funcionamento administrativo da CVM, observado o disposto no Capítulo IV da Lei nº 13.460, de 26 de junho de 2017 (Art. 14, X), e no Decreto nº 9.492, de 5 de setembro de 2018; e exercer outras atividades correlatas (Art. 14, XI).

[370] Cabe a Procuradoria Geral Especializada: representar judicial e extrajudicialmente a CVM, observadas as normas estabelecidas pela Procuradoria-Geral Federal e a normatização interna da CVM (Art 15, I); orientar a execução da representação judicial da CVM, quando sob a responsabilidade dos demais órgãos de execução da Procuradoria-Geral Federal (Art. 15, II); exercer as atividades de consultoria e assessoramento jurídicos no âmbito da CVM, observado, no que couber, o disposto no art. 11 da Lei Complementar nº 73, de 10 de fevereiro de 1993 (Art. 15, III); auxiliar os demais órgãos de execução da Procuradoria-Geral Federal na apuração da liquidez e certeza de créditos de qualquer natureza inerentes às atividades da CVM, para inscrição em dívida ativa e cobrança (Art. 14, IV); zelar pela observância da Constituição, das leis e dos atos emanados pelos Poderes Públicos, sob a orientação normativa da Advocacia-Geral da União e da Procuradoria-Geral Federal (Art. 14, V); e encaminhar à Advocacia-Geral da União ou à Procuradoria-Geral Federal pedido de apuração de falta funcional praticada por seus respectivos membros, conforme o caso (Art. 14, VI).

[371] Cabe à Superintendência Administrativo-Financeira – SAD: propor normas, políticas e diretrizes relativas à gestão administrativa, contábil, financeira, patrimonial e de custos (Art. 1); coordenar as atividades de arrecadação da taxa de fiscalização, das multas aplicadas, bem como das demais receitas devidas à CVM (Art. 17, II); coordenar as atividades relativas às licitações e contratos, serviços gerais, gestão patrimonial e logística sustentável (Art. 17, III); coordenar as atividades de contabilidade e de conformidade de registro de gestão (Art. 17, IV); coordenar as atividades relacionadas à gestão, capacitação e desenvolvimento de pessoas, saúde e qualidade de vida (Art. 17, V); e exercer outras atividades correlatas (Art. 17, VI).

– GEMAP; Divisão de Manutenção e Administração Patrimonial – DIMAP; Divisão de Gestão da Informação – DINF); (iv) Superintendência de Gestão de Pessoas – SGP[372] (composta por: Gerência de Desenvolvimento de Pessoas – GEDEP; Gerência de Registro e Recrutamento – GECAD; Gerência de Remuneração e Aposentadoria – GERAP; e Divisão de Atendimento e Bem-Estar – DOBEM).

Ao lado dos órgãos seccionais, estão os denominados "órgãos específico singular", composto por: (i) Superintendência Geral – SGE[373] (do qual fazem parte cinco gerências de "acompanhamento de empresas" - GEA e uma Divisão de Acompanhamento de Incentivadas – DAIN); (ii) Superintendência de Registro de Valores Mobiliários – SER[374] (do qual fazem parte três gerencias de registro – GER); (iii) Superintendência de Supervisão de Investidores Institucionais – SIN[375] (do qual fazem parte: uma Gerência de

[372] Compete à Gerência Geral de Processos – GGE: assessorar a SGE no âmbito da coordenação do CTC (Art. 26, I); preparar minutas de relatório e parecer no âmbito do CTC e coordenar a adoção de providências decorrentes de negociações de propostas de termo de compromisso (Art. 26, II); propor pautas das reuniões do CTC e revisar minutas de Termo de Compromisso (Art. 26, III); analisar minutas de decisões do Superintendente Geral sobre impugnações de lançamento da taxa de fiscalização (Art. 26, IV); elaborar outras minutas ou assessorar a SGE nos termos de designações específicas (Art. 26, V); e exercer outras atividades correlatas (Art. 26, VI).

[373] Compete à Superintendência Geral – SGE: supervisionar, coordenar e acompanhar as atividades das demais Superintendências (Art. 25, I); coordenar acordos de cooperação técnica, convênios ou instrumentos congêneres, nos termos de designações específicas (Art. 25, II); coordenar a atuação da CVM na Estratégia Nacional de Combate à Corrupção e à Lavagem de Dinheiro – ENCCLA IV (art. Art. 25, III); coordenar a atuação da CVM em organismos internacionais e fóruns voltados à prevenção à lavagem de dinheiro, ao financiamento do terrorismo e ao financiamento da proliferação de armas de destruição em massa – PLD/FTP, bem como a cooperação da Autarquia com instituições ligadas ao tema; coordenar a elaboração de respostas a demandas formuladas por órgãos de controle ou outras instituições, quando o assunto estiver inserido na esfera de atribuições da SGE (Art. 25, IV); decidir sobre a instauração de inquérito administrativo para apurar indícios de infração às normas do mercado de valores mobiliários e a prorrogação dos respectivos prazos de instrução (Art. 25, V); estabelecer procedimentos operacionais relacionados ao monitoramento, ao registro e à avaliação de metas institucionais (Art. 25, VII); coordenar o Comitê de Termo de Compromisso – CTC (VIII); realizar comunicações ao Ministério Público, quando verificada a existência de indícios de crime definido em lei como de ação pública, e a outros órgãos ou entidades, quando verificada a existência de indícios de ilícitos em áreas sujeitas às respectivas atuações (Art. 25, IX); propor à Presidência da CVM o nome do seu representante no Conselho de Controle de Atividades Financeiras – Coaf (Art. 25, X); e exercer outras atividades correlatas (Art. 25, XI).

[374] Compete à Superintendência de Registro de Valores Mobiliários – SRE: atuar nas atividades de registro, supervisão, orientação, sanção e apoio à normatização no âmbito de ofertas públicas de valores mobiliários, exceto situações que estejam no âmbito de atuação da Superintendência de Supervisão de Securitização (Art. 31, I); supervisionar e fiscalizar programas de brazilian depositary receipts níveis II e III (Art. 31, III); atuar nas atividades de registro, supervisão, orientação, sanção e apoio à normatização no âmbito da atuação de coordenadores de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários (Art. 31, II); supervisionar e fiscalizar operações urbanas consorciadas e emissores de contratos de investimento coletivo hoteleiro, excluídas as competências específicas da Superintendência de Supervisão de Securitização (Art. 31, III); supervisionar e fiscalizar, enquanto houver oferta pública de distribuição de valores mobiliários em andamento ou valores mobiliários admitidos à negociação, emissores não registrados na CVM (Art. 31, IV); e exercer outras atividades correlatas (Art. 31, VI).

[375] Compete à Superintendência de Supervisão de Investidores Institucionais – SIN: atuar nas atividades de registro, supervisão, orientação, sanção e apoio à normatização no âmbito de investidores não residentes, clubes de investimento, administradores de carteiras, consultores de valores mobiliários, analistas de

Acompanhamento de Fundos – GIFI; uma Gerência de Acompanhamento de Investidores Institucionais – GAIN; uma Gerência de Sancionadores em Fundos – GSAF; uma Seção de Fiscalizações de Fundos de Investimento – SEFIS; e um Setor de Fiscalizações de Fundos de Investimento – SEFIS); (iv) Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários – SMI[376] (do qual fazem parte duas Gerências de Acompanhamento de Mercado – GMA; Gerência de Análise de Negócios – GMN; Gerência de Estrutura de Mercado e Sistemas Eletrônicos – GME; e Setor de Mecanismos de Ressarcimento – SEMER); (v) Superintendência de Supervisão de Riscos Estratégicos – SSR[377] (composto por Gerência de Inteligência em Supervisão de Riscos Estratégicos – GRID; duas Gerência de Supervisão de Riscos Estratégicos – GSR; (vi) Superintendência de Processos Sancionadores – SPS[378] (composto por Gerência de Inteligência em Investigação – GIIN; e três Gerências de Processos Sancionadores - GPS); (vii) Superintendência de Proteção e Orientação aos Investidores – SOI[379] (composto por

valores mobiliários, fundos de investimento, brazilian depositary receiptsnível I e brazilian depositary receipts de ETF, exceto aquelas que envolvam atividade de securitização ou imobiliária e sociedades de investimentos sob a competência da Superintendência de Securitização e Agronegócio (Art. 34, I) e exercer outras atividades correlatas (Art. 34, II).

[376] Compete à Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários – SMI: atuar nas atividades de registro, supervisão, orientação, sanção e apoio à normatização no âmbito de entidades administradoras de mercados organizados, de compensação e liquidação, custodiantes, escrituradores, depositários centrais, corretoras, distribuidoras, assessores de investimento e entidades autorreguladoras (Art. 39, I); analisar estatutos sociais, regulamentos operacionais, manuais de procedimentos e de normas das entidades administradoras de mercados organizados e de compensação e liquidação e dos prestadores de serviços de depósito centralizado (Art. 39, II); analisar especificações contratuais dos derivativos sujeitos à negociação em mercado organizado (Art. 39, III); propor a aprovação ou o indeferimento de pedido de autorização para o funcionamento de mercados organizados e suas respectivas entidades administradoras, para a prestação de serviços de depósito centralizado e para a instalação de telas de acesso à negociação em bolsas estrangeiras (Art. 39, IV); suspender a intermediação irregular de valores mobiliários no mercado, por parte de pessoas não integrantes do sistema de distribuição, nos termos do art. 15 da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e a atuação de assessor de investimento em desacordo com a legislação aplicável (Art. 39, V); suspender, sob cominação de multa diária, a intermediação irregular ou a veiculação pública de qualquer oferta de investimento, sem o competente registro na Autarquia, no mercado denominado Forex (Foreign Exchange), de forma direta ou indireta, inclusive por meio de páginas ou de qualquer outra forma de conexão à Internet (Art. 39, VI); decidir, nos casos e condições previstos na regulamentação específica, recursos apresentados à CVM contra decisão que tiver negado pedido formulado ao Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos (Art. 39, VI); e exercer outras atividades correlatas (Art. 39, VII).

[377] Compete à Superintendência de Supervisão de Riscos Estratégicos – SSR: supervisionar e fiscalizar as atividades, os serviços e os participantes do mercado de valores mobiliários que estejam relacionados aos temas considerados estratégicos pelo Colegiado ou pelo Comitê de Gestão de Riscos da CVM (Art. 43, I); atuar em conjunto com outras superintendências no aprimoramento das bases de dados e técnicas de investigação, assim como em outras atividades aprovadas pelo Comitê de Gestão de Riscos da CVM (Art. 43, II); e exercer outras atividades correlatas (Art. 43, III).

[378] Compete à Superintendência de Processos Sancionadores – SPS: conduzir inquéritos administrativos para apuração de atos ilegais ou violações da regulamentação no mercado de valores mobiliários (Art. 46, I); controlar e atuar na instrução de processos administrativos sancionadores a partir da elaboração da acusação (Art. 46, II); e exercer outras atividades correlatas (Art. 46, III).

[379] Compete à Superintendência de Proteção e Orientação aos Investidores – SOI: – planejar, coordenar e supervisionar as atividades de prestação de serviços junto aos investidores e ao público em geral (Art. 50, I); monitorar e processar reclamações formais apresentadas pelo público em geral sobre a atuação

Gerência de Atendimento e Orientação aos Investidores – GOI; Gerência de Educação e Inclusão Financeira – GEIF; e Divisão de Inovação e Finanças Sustentáveis – DIFIS); (viii) Superintendência de Relações Internacionais – SRI[380] (composto por Gerência de Relações Internacionais – GRI); (ix) Superintendência de Desenvolvimento de Mercado – SDM[381] (composto por duas Gerências de Desenvolvimento de Normas – GDN); (x) Superintendência de Normas Contábeis e de Auditoria – SNC[382] (composto por Gerência de Normas de Auditoria – GNA; e Gerência de Normas Contábeis – GNC); (xi) Superintendência de Tecnologia da Informação – STI[383] (composto por Gerência de

---

de participantes do mercado (Art. 50, II); disponibilizar informações e relatórios sobre consultas, reclamações e denúncias, para subsidiar o trabalho normativo, de orientação e de supervisão das demais áreas técnicas (Art. 50, III); coordenar comitês, parcerias e grupos de trabalhos externos voltados à proteção e educação dos investidores e do público em geral (Art. 50, IV); desenvolver e coordenar ações e estudos em finanças sustentáveis (Art. 50, V); coordenar e executar atividades e serviços decorrentes da Lei de Acesso à Informação (Art. 50, VI); e exercer outras atividades correlatas (Art. 50, VII).

[380] Compete à Superintendência de Relações Internacionais – SRI: assessorar o Presidente na priorização das viagens de representação política e técnica da CVM em organismos internacionais e blocos de integração (Art. 55, I); representar a CVM em processos de avaliação conduzidos por organismos internacionais e proceder à coordenação interna correspondente (Art. 55, II); representar a CVM em organizações e fóruns internacionais compostos por órgãos reguladores e outros organismos atuantes na área de valores mobiliários e junto às áreas internacionais dos Ministérios (Art. 55, III); administrar a execução dos convênios de cooperação técnica, de troca de informações de fiscalização conjunta entre a CVM e os organismos correspondentes de outros países (Art. 55, IV); acompanhar as discussões e debates internacionais relativos à integração e à internacionalização de mercados de capitais (Art. 55, V); e exercer outras atividades correlatas (Art. 55, VI).

[381] Compete à Superintendência de Desenvolvimento de Mercado – SDM: conduzir processos de normatização de assuntos de competência da CVM, com exceção de normas contábeis (Art. 57, I); elaborar estudos, inclusive de impacto regulatório, projetos e normas orientados para o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários (Art. 57, II); atuar, em conjunto com outros componentes organizacionais, na elaboração, revisão e ajustes dos atos normativos da CVM, adequando-os às necessidades do mercado (Art. 57, III); conduzir audiências públicas e restritas com participantes de mercado sobre atos normativos e desenvolvimento do mercado (Art. 57, IV); planejar e conduzir as Reuniões de Regulação do Colegiado (Art. 57, V); propor ao Colegiado a agenda de regulação, com os temas a serem priorizados no exercício subsequente e apresentar subsídios para discussão das matérias em reuniões preliminares (Art. 57, VI); propor ao Colegiado a eventual fixação de limites máximos de preço, comissões, emolumentos e outras vantagens cobradas pelas entidades que atuam no mercado de valores mobiliários ((Art. 57, VII); analisar e propor novas redações para anteprojetos e projetos de lei, medidas provisórias, decretos e resoluções que tenham impacto no mercado de capitais ou no perímetro regulatório da CVM (Art. 57, VIII); e exercer outras atividades correlatas (Art. 57, IX).

[382] Compete à Superintendência de Normas Contábeis e de Auditoria – SNC: atuar nas atividades de registro, supervisão, fiscalização, orientação e normatização no âmbito de auditores independentes e procedimentos de auditoria (Art. 59, I); propor normas e padrões de contabilidade e de auditoria a serem observados pelas entidades reguladas pela CVM (Art. 59, II); analisar propostas de republicação ou refazimento de demonstrações financeiras de companhias e fundos de investimento (Art. 59, III); supervisionar e fiscalizar os auditores independentes e procedimentos de auditoria no âmbito de atuação da CVM (Art. 59, IV); e exercer outras atividades correlatas (Art. 59, V).

[383] Compete à Superintendência de Tecnologia da Informação – STI: alinhar estratégias, políticas, produtos e serviços de Tecnologia da Informação – TI – às necessidades do negócio e às políticas governamentais (Art. 62, I); coordenar a proteção dos ativos de informação, propondo políticas, gerenciando tecnologias e adotando medidas que preservem a segurança da informação (Art. 62, II); atuar na modernização constante da estrutura, de processos e de ferramentas colocadas à disposição dos usuários (Art. 62, III); disponibilizar diretrizes de governança de TI, promovendo a harmonização das iniciativas empreendidas pelas áreas usuárias (Art. 62, IV); e exercer outras atividades correlatas (Art. 62, V).

Engenharia de Dados Analíticos – GDA; Gerência de Sistemas – GSI; Gerência de Tecnologia – GST; Divisão de Governança e Gestão de Tecnologia – DGOV; Seção de Serviço ao Usuário – CSU; e Setor de Serviço ao Usuário – CSU); (xii) Superintendência de Planejamento e Inovação – SPL[384] (composto por Gerência de Inovação, Projetos e Processos – GEINP; Divisão de Gestão da Estratégia e Desempenho Institucional – DEGES; e Divisão de Planejamento e Orçamento Governamental – DIPOG; (xiii) Superintendência de Relações Institucionais – SRL[385]; e (xiv) Superintendência de Securitização e Agronegócio – SSE[386] (composto por três Gerências e uma Divisão de Securitização e Agronegócio).

[384] Compete à Superintendência de Planejamento e Inovação – SPL: promover a formulação de políticas e diretrizes estratégicas, por meio da coordenação dos processos de planejamento institucional, em níveis estratégico e tático (Art. 68, I); promover a inovação institucional, por meio da coordenação de projetos e ações, com vistas à obtenção de ganhos de eficiência e à otimização dos resultados e da qualidade dos serviços prestados pela CVM (Art. 68, II); articular ações e negociações com ministérios e outras instituições para garantir recursos orçamentários, financeiros e de pessoal necessários (Art. 68, III); coordenar a apuração e a avaliação do desempenho institucional (Art. 68, IV); coordenar o processo de prestação de contas anual (Art. 68, V); enviar às autoridades competentes, na forma e prazo legais, a prestação de contas e o balanço geral relativo ao exercício anterior (Art. 68, VI); enviar às autoridades competentes, nos prazos regulamentares, dados sobre a matéria orçamentária e outras informações sobre o andamento dos trabalhos e operações da CVM (Art. 68, VII); e exercer outras atividades correlatas (Art. 68, VIII).

[385] Compete à Superintendência de Relações Institucionais – SRL: coordenar o atendimento de solicitações de informação e de participação da CVM nas audiências públicas e demais atividades oriundas do Poder Legislativo (Art. 72, I); participar na consolidação dos pareceres técnicos e jurídicos elaborados internamente, referentes a projetos de lei e demais proposições legislativas de interesse da CVM, respeitada a orientação do Colegiado e sem prejuízo da atuação institucional da Presidência em relação ao assunto (Art. 72, II); assessorar na interlocução com o Poder Legislativo ou com outros poderes quando esta envolver matéria legislativa, acompanhando e coordenando o relacionamento institucional (Art. 72, III); acompanhar as sessões e as comissões no âmbito do Poder Legislativo em que haja interesses da CVM e realizar a interlocução necessária com áreas internas (Art. 72, IV); produzir análises de cenário, relatórios, estudos ou boletins informativos a respeito das matérias em tramitação no Congresso Nacional ou relacionados com assuntos legislativos de interesse da Autarquia (Art. 72, V); assessorar os servidores da Autarquia no relacionamento institucional com órgãos e instituições públicas e em atividades realizadas em Brasília (Art. 72, VI); assessorar os membros do Colegiado no desempenho de suas funções em comitês e conselhos de que participem)Art. 72, VII); executar as atividades de suprimento de materiais e serviços gerais para as necessidades da CVM em Brasília (Art. 72, VIII); administrar, controlar e zelar pela manutenção e pelo uso racional das instalações prediais localizadas em Brasília (Art. 72, IX); e exercer outras atividades correlatas (Art. 72, X).

[386] Compete à Superintendência de Securitização e Agronegócio – SSE: atuar nas atividades de registro, supervisão, orientação, sanção e apoio à normatização no âmbito de companhias securitizadoras, fundos de investimento que envolvam atividade de securitização do agronegócio ou imobiliária, agências classificadoras de risco, agentes fiduciários, letras imobiliárias garantidas, letras financeiras, certificados de operações estruturadas, plataformas de crowdfunding, contratos de investimento coletivo que envolvam ativos digitais ou outros ativos inovadores (Art. 73, I); atuar nas atividades de registro, supervisão, orientação, sanção e apoio à normatização no âmbito de valores mobiliários que envolvam securitização, exceto nos respectivos procedimentos de registro de ofertas públicas (Art. 73, II); supervisionar e fiscalizar, pós-oferta pública, operações urbanas consorciadas e emissores de CIC hoteleiro, em especial quanto ao acompanhamento de obrigações (Art. 73, III) e exercer outras atividades correlatas (Art. 73, IV).

Os comitês institucionais da CVM são: Comitês de nível estratégico; Comitê de Governança e Gestão Estratégica – CGE; e Comitê de Governança e Gestão de Risco – CGR; podendo ser constituídos novos comitês na forma do Regimento.

2.8.Governança e gestão.

A Resolução n.º 52 de 31 de agosto de 2021[387] instituiu o Sistema de Governança e Gestão da Comissão de Valores Mobiliários (SGG/CVM) estabelecendo as regras gerais aplicáveis a condução interna das atividades, processos, macroprocessos, projetos e programas a serem executados pela Autarquia, com objetivo expresso de zelar pela integridade, eficiência e desenvolvimento do mercado de valores mobiliários (Art. 2º).

Determina o SGG, que os servidores da CVM atuem em prol do interesse público e do propósito institucional da CVM, cumprindo e zelando pelos códigos de ética ou de conduta aplicáveis aos servidores públicos do Poder Executivo Federal e aos servidores da CVM (Art. 2º, parágrafo único).

Segundo o Art. 23, a apuração semestral dos resultados institucionais de que trata o Art. 15 será exigível a partir do exercício de 2023. Trata-se de um sistema incipiente.

O primeiro planejamento estratégico institucional CVM, posterior e em conformidade com a Resolução n.º 52/21, foi publicado pela Autarquia em 31 de agosto de 2023, sendo incipiente as fases seguintes fases de Execução da Estratégia Institucional – EEI e de Monitoramento e Controle Internos.

2.8.1. Da Resolução CVM n.º 52 de 2021:

Os macroprocessos de governança e gestão da CVM são classificados em três categorias: a) Planejamento Estratégico Institucional – PEI; b) Execução da

[387] COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. RESOLUÇÃO N.º 52 de 31 de agosto de 2021. Institui o Sistema de Governança e Gestão da Comissão de Valores Mobiliários – CVM. Brasília, DF: Diário Oficial da União. 2021. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol052.html. Acesso em: 07 de dezembro de 2023.

Estratégia Institucional – EEI; e c) Monitoramento e Controle Internos – MCI (Art. 3º, §1º). Cada categoria é subdividida em processos e atividades.

a) Planejamento Estratégico Institucional – PEI:

O macroprocesso Planejamento Estratégico Institucional (PEI/CVM) compreende a definição de políticas, diretrizes, objetivos, planos e programas de longo, médio e curto prazos; sendo os respectivos planos e programas definidos, preferencialmente, a partir de uma abordagem baseada em riscos, incluindo a identificação, análise, avaliação, priorização e tratamento desses eventos (Art. 4º, §1º).

Os processos de planejamento de longo prazo são realizados nos primeiros doze meses do mandato do Presidente da CVM, contando com a participação direta de todos os dirigentes de unidade e dos membros do Colegiado. O planejamento de longo prazo visa definir: (i) políticas institucionais, propósito, visão, crenças e valores da CVM; (ii) a Cadeia de Valor, incluindo todos os grupamentos e macroprocessos institucionais; (iii) o Mapa Estratégico incluindo os objetivos de longo prazo e respectivos indicadores; e (iv) a lista de iniciativas priorizadas necessárias ao alcance dos objetivos de longo prazo (Art. 5º).

Os processos de planejamento de médio prazo (chamados de planos táticos e definidos por macroprocesso ou por tema relevante para a instituição) são realizados anualmente em linha com o planejamento de longo prazo, com as análises e avaliações de riscos e com os normativos aplicáveis, contando com a participação dos dirigentes de unidade e titulares de componentes organizacionais. O planejamento de médio prazo visa definir: (i) planos e programas; (ii) metas e indicadores de desempenho; (iii) orçamento; e (iv) análises que fundamentam as decisões gerenciais. Considera-se plano tático a Proposta Orçamentária Anual e, posteriormente, o Orçamento aprovado pelo Congresso Nacional (Art. 6º).

Os planejamentos de longo e médio prazos, somado a outras fontes de informação ou normativas, subsidiam a elaboração anual das metas institucionais da CVM, publicadas em Portaria que deverá ser veiculada no exercício anterior ao exercício a que elas se referem (Art. 7º).

Os indicadores de desempenho institucionais da CVM devem ser estruturados em função dos mandatos legais atribuídos à CVM. Os indicadores devem se apresentar: (i) de forma clara, relevante e representativa; (ii) apresentar metodologia e fontes confiáveis; (iii) disponibilizar os dados utilizados; (iv) apresentar-se de forma econômica e tempestiva a apuração; (v) apresentar perspectivas e temas estratégicos que compõem o mapa estratégico da entidade; (v) passível de rastreamento de resultados apurados (Art. 7º, §4º).

As metas institucionais da CVM deverão ser desdobradas em Planos de Trabalho das Unidades, Planos de Trabalho dos Componentes e Planos de Trabalho Individuais. A operacionalização da sistemática de gestão de desempenho das unidades e servidores fica subordinada a publicação das metas institucionais (Art. 8º).

b) Execução da Estratégia Institucional – EEI:

O macroprocesso Execução da Estratégia Institucional (EEI) visa ao cumprimento do propósito da CVM, definido no plano estratégico institucional, e à adequada prestação de serviços de interesse da sociedade.

A Execução da Estratégia Institucional pelas unidades da CVM abrange todo o trabalho realizado pelas unidades executoras, inclusive a instrução dos processos, a realização dos planos, programas e projetos relacionados a todos os objetivos e macroprocessos da CVM. As unidades executoras devem avaliar sistematicamente a necessidade de realização e executar ações ou projetos para consecução dos objetivos estratégicos, dos planos, programas e metas anuais.[388] Os servidores ou unidade de execução da estratégia serão responsabilizados segundo os planos gerenciais, sem prejuízo das responsabilidades que lhe são inerentes pela legislação aplicável (Art. 10, §3º).

A execução do orçamento da CVM deve ser tratada com prioridade por todas as áreas envolvidas (Art. 12).

[388] Considera-se "projeto estratégico" o projeto aprovados e monitorados no âmbito do Comitê de Governança e Gestão estratégica, que além de definir os requisitos básicos e aprovar o início e o encerramento dos projetos estratégicos (Art. 11, Resolução CVM n.º 52/21).

c) *Monitoramento e Controle Internos – MCI*:

O macroprocesso de Monitoramento e Controle Internos (MCI) compreende a formulação de processos estruturados em cumprimento do propósito e objetivos institucionais da CVM, capaz de garantir a execução ordenada, ética, econômica, eficiente e eficaz das atividades da CVM, com preservação da legalidade e da economicidade no dispêndio de recursos públicos e mitigando os riscos (Art. 13).

O macroprocesso de Monitoramento e Controle Internos, se subdivide em: (i) Monitoramento e Controle dos Resultados Institucionais; (ii) Monitoramento e Controle dos Resultados das Unidades e Servidores; (iii) Monitoramento e Controle da Execução do Orçamento; (iv) Auditoria Interna; (v) Atuação Ética e Conflitos de Interesses; (vi) Apuração de Responsabilidades; e (vii) Prestação de Contas.

(i) Monitoramento e Controle dos Resultados Institucionais:

O monitoramento e controle do desempenho institucional inclui a apuração e análise dos resultados, assim como a execução de ações complementares àquelas já executadas, de modo a esgotar as possibilidades para alcance das metas institucionais (Art. 14, *caput*).

Todos os servidores da CVM são responsáveis, dentro de seu âmbito de atuação, por garantir precisão, fidedignidade, integridade e tempestividade dos registros, inclusive para a apuração dos resultados, seja no âmbito da execução, seja no âmbito da supervisão do trabalho das unidades (Art. 14, §§ 1º e 2º).

O resultado institucional, entendido como o conjunto de resultados dos indicadores objeto das metas anuais (a partir de um relatório contendo o resultado institucional do período), deve ser apurado e analisado com periodicidade mínima semestral, partir das informações (resultados sob sua responsabilidade) enviadas pelas unidades em até 45 dias após o encerramento de cada semestre e deve ser disponibilizado no sítio eletrônico da CVM (Art. 15).

(ii) Monitoramento e Controle dos Resultados das Unidades e Servidores:

O resultado das unidades e dos servidores é composto pelo conjunto de resultados contidos nos indicadores objeto das metas institucionais e planos de trabalho das unidades, apurado e analisado com periodicidade definida na sistemática de gestão de desempenho de unidades e servidores (Art. 16, *caput*).

Cabe a CVM monitorar e controlar a execução dos planos e metas de trabalho das unidades de forma permanente, no exercício ordinário de gestão da unidade e dos respectivos servidores (Art. 16, parágrafo único) e designar planos complementares em caso em que se verifique que as metas e planos estão sob risco de não serem cumpridas (Art. 17, *caput*). Cabe ao servidor responsável pelo plano reportar ao superior hierárquico em caso de impossibilidade de cumprimento de meta com as devidas justificativas (Art. 17, §2º).

(iii) Monitoramento e Controle da Execução do Orçamento:

O monitoramento contínuo e controle da execução orçamentária cabe aos coordenadores de Planos Orçamentários e de todos os chefes de unidades responsáveis por projetos que consomem o orçamento discricionário (Art. 18), devendo a Superintendência Administrativo-Financeira da CVM promover o acompanhamento contínuo da execução orçamentária com a finalidade de garantir a correta e tempestiva destinação dos recursos disponíveis; e a Superintendência de Planejamento e Inovação proceder a interação com os órgãos centrais, de modo a prestar as informações, elaborando um relatório de execução do orçamento para apresentação ao Comitê de Governança e Gestão Estratégica (Art. 18).

(iv) Auditoria Interna:

Os atos de gestão e a execução das atividades da CVM devem ser auditados pela unidade de Auditoria Interna – AUD, que deve adicionar valor e melhorar as operações da CVM para o alcance de seus objetivos, inclusive propondo a adoção de medidas necessárias ao aperfeiçoamento da gestão e do funcionamento dos órgãos internos da CVM, conforme Plano Anual de Atividade de Auditoria Interna - PAINT

aprovado pelo Colegiado (Art. 19, *caput*). Segundo o Art. 19, parágrafo único, o Regulamento Interno da Auditoria é objeto Portaria.

(v) Atuação Ética e Conflitos de Interesses:

A CVM deve manter comissões internas estabelecidas por Portaria, instituídas nos termos da legislação pertinente, para atuarem como instâncias específicas em temas relacionados a ética e ao conflito de interesses, promovendo ações de esclarecimento e orientação, com o objetivo de disseminar as boas práticas sobre o tema, além de conduzir a apuração de conduta em desacordo com as normas éticas pertinentes, quando aplicável (Art. 20, *caput*). Segundo o Art. 20, parágrafo único, o Regulamento Interno da Auditoria é objeto Portaria.

(vi) Apuração de responsabilidades:

As denúncias ou indícios de irregularidades de caráter disciplinar relativos a fatos e condutas praticadas por servidores da CVM, desde que admitidos pela Autoridade competente, devem ser devidamente apurados por Comissão formada para cada caso, preferencialmente composta por membros da Comissão Permanente de Sindicância e Processo Administrativo Disciplinar – CPAD, e julgados pela Autoridade competente (Art. 21, *caput*). Os critérios de elegibilidade dos membros das comissões, competência e funcionamento, bem como os procedimentos relativos as atividades de correição internas serão regidas por Portaria (Art. 21, parágrafo único).

(vii) Prestação de contas:

Todas as unidades devem colaborar com o desenvolvimento do Relatório de Gestão da CVM e da prestação das demais informações exigidas pelos órgãos de controle, disponibilizando as informações necessárias de acordo com cronograma estabelecido pela Superintendência de Planejamento e Inovação, que revisará consolidará o conteúdo produzido pelas demais unidades, enviando o relatório ao Superintendente Geral para validação. As informações sobre prestação de contas deverão permanecer atualizadas e publicadas no sítio eletrônico da CVM, na forma das orientações dos órgãos de controle (Art. 22).

2.8.2. *Da governança e gestão da CVM*:

Em 31 de agosto de 2023, a CVM publicou o primeiro plano estratégico institucional, denominado: **"**Planejamento Estratégico - Construindo a CVM de 2027."[389] O documento apresenta as diretrizes institucionais que nortearão o trabalho da CVM nos próximos cinco anos, na forma da Resolução CVM n.º 52 de 31 de agosto de 2021.

2.8.2.1.Do Planejamento estratégico:

A estrutura de governança estabelecida pela CVM para a implantação do planejamento estratégico é composta por duas esferas: (i) decisão e monitoramento e (ii) execução.

O Comitê de Governança Estratégica (CGE) é o órgão competente pela decisão e monitoramento do planejamento estratégico, integrado por membros dotados de autoridade para tomar as decisões necessárias a implantação dos projetos e ações. O CGE é composto por: Presidente da CVM, um Diretor(a) indicado(a) pelo Presidente, Superintendente Geral da CVM; Superintendente de Planejamento e Inovação, três superintendentes indicados pelo Presidente.

As atribuições do Comitê de Governança Estratégica são: (i) deliberar sobre políticas e normas gerais relacionadas a gestão interna da CVM, incluindo as Políticas de Governança e Transformação Digital, de Segurança da Informação e Comunicações e de Gestão de Pessoas; (ii) deliberar sobre propósito, cadeia de valor, objetivos e indicadores estratégicos institucionais; (iii) arbitrar conflitos de prioridade surgidos no âmbito de outros comitês; (iv) priorizar temas ou problemas a serem objeto de projeto estratégico; (v) aprovar os Termos de Abertura e monitorar a execução dos projetos estratégicos acompanhados diretamente pela Presidência; (vi) aprovar novos padrões, sistemas ou políticas desenvolvidas pelas equipes dos projetos acompanhados pelo Comitê; (vii) orientar a articulação da CVM com os Comitês Gestores de temas considerados estratégicos pela Administração Federal; e (viii) exercer as competências de que trata o art. 15-A do Decreto 9.203, de 22 de novembro de 2017.

[389] COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Planejamento Estratégico: construindo a CVM de 2027. Disponível em: https://www.gov.br/cvm/pt-br/acesso-a-informacao-cvm/acoes-e-programas/plano-estrategico/CadernoPE20232027interativoVerso190723.pdf. Acesso em: 8 de jan de 2023.

Nos termos do Art. 5º, §1º da Resolução n.º 52, o resultado da atuação do CGE no âmbito do planejamento estratégico de longo prazo constitui o substrato do Sistema de Governança e Gestão da CVM, que é a definição de: a) propósito; b) valores; c) mandatos legais; d) cadeia de valor; e) Análise ambiental; e f) Mapa estratégico; que nortearão as fases subsequentes do SGE: execução, monitoramento e controle Internos.

a) Propósito:

O propósito definido pela CVM no plano estratégico institucional é o de: "*zelar pelo funcionamento eficiente, pela integridade e pelo desenvolvimento do mercado de capitais, promovendo o equilíbrio entre a iniciativa dos agentes e a efetiva proteção dos investidores*."[390]

b) Valores:

Os valores elencados pela CVM no âmbito do planejamento estratégico institucional são: (i) comprometimento: desempenho das atribuições com responsabilidade; (ii) cooperação: comprometimento com ambiente de trabalho cordial, cooperativo e que propicie o diálogo entre as diferentes áreas e níveis hierárquicos; (iii) inovação: valorização a aprendizagem contínua, criatividade e aplicação de novas ideias; (iv) produtividade: atuação com foco em metas individuais e institucionais, realização das atividades com eficiência e efetividade; (v) integridade: atuação pautada por princípios éticos e compromisso com cumprimento de normas jurídicas; (vi) diálogo: busca pela interação com o mercado, sociedade, governo e órgãos internacionais; (vii) transparência: dever de divulgação das informações, nos termos da legislação; (viii) autonomia: atuação com independência técnica no exercício de nossas funções; (ix) foco em resultados: atuação contínua para promoção do desenvolvimento, integridade e eficiência do mercado de valores mobiliários; (x) educação financeira: incentivar a educação financeira como instrumento essencial para o fortalecimento do mercado de valores mobiliários e desenvolvimento socioeconômico do Brasil.

[390] COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Planejamento Estratégico: construindo a CVM de 2027. Disponível em: https://www.gov.br/cvm/pt-br/acesso-a-informacao-cvm/acoes-e-programas/plano-estrategico/CadernoPE20232027interativoVerso190723.pdf. Acesso em: 8 de jan de 2023.

c) Mandatos legais:

Os mandatos legais escolhidos pela CVM no Plano Estratégico Institucional 2023, para construção da CVM de 2027, são: (i) desenvolvimento de mercado: estímulo a formação de poupança e a sua aplicação em valores mobiliários; promoção da expansão e do funcionamento eficiente e regular do mercado de ações; estímulo às aplicações permanentes em ações do capital social de companhias abertas sob controle de capitais privados nacionais (Lei 6.385/76, Art. 4º, incisos I e II); (ii) Eficiência e funcionamento do mercado: assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados da bolsa e de balcão; assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários; e assegurar a observância, no mercado, das condições de utilização de crédito fixadas pelo Conselho Monetário Nacional (Lei 6.385/76, Art. 4º, incisos III, VII e VIII); (iii) proteção aos investidores: proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra emissões irregulares de valores mobiliários; atos ilegais de administradores e acionistas controladores das companhias abertas, ou de administradores de carteira de valores mobiliários; e o uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários; evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados no mercado (Lei 6.385/76, art. 4º, incisos IV e V); (iv) acesso à informação adequada: assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido, regulamentando a Lei e administrando o sistema de registro de emissores, de distribuição e de agentes regulados (Lei 6.385/76, art. 4º, inciso VI, e art. 8º, incisos I e II); (v) fiscalização e sanção: fiscalizar permanentemente as atividades e os serviços do mercado de valores mobiliários, bem como a veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele participam e aos valores nele negociados, e impor penalidades aos infratores das Leis 6.404/76 e 6.385/76, das normas da própria CVM ou de leis especiais cujo cumprimento lhe incumba fiscalizar (Lei 6.385/76, art. 8º, incisos III e V, e art. 11).

d) Cadeia de valor:

Segundo a CVM, cadeia de valor é uma ferramenta de gestão que apresenta, de forma concisa e esquemática, como a entidade entrega valor para seu público-alvo, podendo ser utilizada para entender como os macroprocessos e processos

se relacionam entre si, uma vez que mostra a lógica de interdependência e temporalidade. Sua estrutura é composta por grupamentos e macroprocessos.

Os grupamentos são os grandes temas nos quais a cadeia é segmentada. A CVM estruturou 3 grupamentos: (i) Finalísticos: segmentado em: normatização, registro, orientação, supervisão e sanção; (ii) Gestão: segmentado em: gestão orçamentária e financeira, gestão de pessoas, gestão de tecnologia, gestão patrimonial e logística; e (iii) Governança: segmentada em: desenvolvimento institucional, conformidade e prestação de contas, comunicação e relações institucionais, assessoria jurídica.

Os macroprocessos são os conjuntos de processos que, juntos, viabilizam a entrega de grandes serviços, como por exemplo: elaboração de normas, supervisão e fiscalização do mercado, execução de ações sancionatórias, entre outros.

e) Análise ambiental:

Segundo a CVM a análise ambiental permite identificar fatores internos (forças e fraquezas) e externos (oportunidades e ameaças) com os quais a CVM terá de lidar para cumprir seus mandatos legais e entregar valor para o mercado e para a sociedade.

O trabalho de análise ambiental é realizado com participação do Colegiado e dos titulares das Unidades da CVM, consideradas as informações e a avaliação da matriz do planejamento estratégico anterior.

Foram identificadas e aprovadas as seguintes forças internas: (i) autonomia disponibilizadas para as áreas técnicas desenvolverem suas análises e (ii) qualidade técnica e a experiência do corpo funcional da CVM. Foram identificadas e aprovadas as seguintes fraquezas internas: carência de pessoal e falta de previsibilidade orçamentária.[391]

[391] Segundo a CVM, com relação aos recursos humanos, o quantitativo de cargos definido em lei não é suficiente dado o crescimento vigoroso do mercado desde o último concurso realizado em 2010. É necessário abertura de concurso para preenchimento das vacâncias e ampliação do quadro de vagas. Consignou-se que há previsão legal para a autonomia administrativa e orçamentária da CVM; e que a Autarquia é superavitária. Todavia, é imprescindível que a legislação autorize a expansão dos recursos disponíveis.

As oportunidades identificadas são: (i) inovações financeiras e tecnológicas, e (ii) o aumento do interesse da utilização do mercado de valores mobiliários para financiamento de diversos setores, como agronegócio e infraestrutura.

As ameaças diagnosticadas são: (i) o reduzido nível de compreensão dos mandatos legais da CVM pela sociedade e (ii) a possibilidade de eventual descolamento das carreiras da Autarquia em relação as carreiras que compõem o Núcleo Financeiro do Estado, o que poderia gerar perda da atratividade para novos servidores.

f) Mapa estratégico:

O Mapa Estratégico da CVM tem a finalidade de apresentar a missão, visão e estratégia da instituição para os próximos cinco anos e indicar de qual forma sua atuação pretende impactar a sociedade e o mercado. Os objetivos de processos finalísticos e de ativos organizacionais são: (i) impactos para a sociedade: consequências geradas para a sociedade a partir dos resultados atribuídos a um conjunto de intervenções, de natureza abrangente e multidimensional; (ii) resultados para o mercado: garantir a integridade do mercado, estimular a eficiência do mercado e promover o desenvolvimento do mercado; (iii) objetivos de processos finalísticos: ampliar a abrangência e a eficácia da supervisão do mercado, aumentar a efetividade da atuação sancionadora, estimular inovações financeiras e tecnológicas e a competição do mercado, aumentar o nível de educação financeira da população e promover o mercado de valores mobiliários como fonte de financiamento de negócios de pequeno e médio portes; (iv) objetivos de ativos organizacionais: ampliar autonomia orçamentária e administrativa, assegurar carreiras fortes e capazes de atrair talentos, intensificar o uso de tecnologia, análise de dados e automação de processos, desenvolver estrutura física, tecnológica e integração de sistemas em nível de excelência, ampliar a capacidade de liderança das chefias e o engajamento dos servidores e promover o bem estar e assegurar um ambiente de trabalho inclusivo e de respeito à diversidade.

2.8.2.2.Execução da Estratégia Institucional – EEI:

Após a definição do planejamento estratégico institucional, as etapas seguintes envolvem o desdobramento da estratégia definida em iniciativas, ações e projetos que serão executadas nos próximos anos.

2.8.2.3. Monitoramento e Controle Internos – MCI:

Por fim, a redefinição da lista de Indicadores Institucionais possibilitará o monitoramento do desenvolvimento de cada objetivo estratégico. Os resultados obtidos em cada um desses indicadores são divulgados anualmente pela CVM em seu site institucional.

2.9.Gerenciamento de Riscos.

Desde 2009, a CVM adota um Sistema de Supervisão Baseada em Riscos (SBR) previsto incialmente pela Deliberação n.º 757, de 24 de novembro de 2016[392] que disciplinou e consolidou o regime aplicável às estruturas internas de gerenciamento de riscos, incluindo atividades de supervisão e fiscalização da Autarquia, adotando expressamente os princípios para a regulação do mercado de valores mobiliários estabelecidos pela *International Organization of Securities Commissions* ("IOSCO"), com objetivo expresso de assegurar o cumprimento dos mandatos legais da Autarquia fixados na Lei nº 6.385/76, por meio de processos que visem a identificar, analisar, avaliar e tratar os riscos definidos e classificados na Deliberação.

A Deliberação CVM n.º 757 foi revogada pela Resolução CVM n.º 53 de 15 de outubro de 2021, que dispõe sobre o Sistema Integrado de Gestão de Riscos da Comissão de Valores Mobiliários. Nos termos do Artigo 3º, risco é todo evento ou série de eventos previamente identificados, cuja possível ocorrência represente uma ameaça ao cumprimento dos mandatos legais da CVM. A metodologia adotada no Art. 7º determina a classificação dos riscos de acordo com natureza: a) risco econômico: aquele que se manifesta externamente à CVM, associado a eventos que possam afetar a estrutura e o funcionamento do mercado de valores mobiliários nos termos do art. 2° da Resolução CMN n° 3.427, de 21 de dezembro de 2006, incluindo atividades, processos, produtos, serviços, mercados e respectivos participantes regulados pela CVM; b) risco operacional: aquele que se manifesta internamente à CVM, decorrente de eventos relacionados a falhas de sistema, falhas de gerenciamento, falhas de controles e erros humanos associados a processos e recursos operacionais da CVM; c) risco à integridade: aquele que decorre de

[392] COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. DELIBERAÇÃO Nº 757 de 24 de novembro de 2016. Estabelece o Sistema Integrado de Gestão de Riscos da Comissão de Valores Mobiliários. Brasília, DF: Diário Oficial da União. 2016. Disponível em: Acesso em: 4 de dez. de 2023.

eventos relacionados a corrupção, fraudes, irregularidades ou desvios éticos e de conduta, que possam comprometer os valores e padrões preconizados pela CVM e a realização de seus objetivos. Quanto ao grau de severidade, que determinará a urgência das ações necessárias ao seu adequado gerenciamento, os riscos são classificados em: risco baixo, médio, alto e prioritário (Art. 7º).

A metodologia de gerenciamento de riscos adotada pela CVM tem por finalidade orientar a identificação, a avaliação e a adoção de respostas aos eventos de riscos dos processos da Autarquia, bem como instituir seu monitoramento e reporte.

Na forma do Art. 26, o Plano Bienal de Supervisão, denominado Plano Bienal, definirá as prioridades de supervisão e de fiscalização a serem observadas pela CVM no período de dois anos contados do início de sua vigência. A cada ano será emitido o Relatório Anual de Monitoramento de Riscos, denominado Relatório Anual, que deverá relatar a atuação da CVM no que se refere aos riscos identificados e às prioridades estabelecidas pelo CGR no Plano Bienal em vigor (Art. 32).

O sistema de supervisão baseada em riscos, em tese, permite o direcionamento da atuação para os principais riscos relacionados ao desempenho de suas atribuições legais, racionalizando a utilização de recursos materiais e humanos e buscando uma abordagem mais preventiva do que reativa.

O SGR é composto por um Comitê de Gestão de Riscos (CGR), responsável pela aprovação do registro dos riscos e definição das prioridades de tratamento; pela Assessoria de Análise Econômica e Gestão de Riscos (ASA), responsável por mapear os riscos juntos as áreas técnicas, garantir a gestão integrada e produzir relatórios e recomendações; por Áreas Técnicas, responsáveis pelo planejamento e implementação das ações no âmbito do escopo de atuação do CGR e pelo gerenciamento de controles; e pela Superintendência de Planejamento (SPL), responsável pelo planejamento e monitoramento do desempenho das áreas nos planos tático e operacional, a partir das indicações de tratamento dos riscos priorizados, dentre outros fatores.

Os Planos Bienais e Relatórios Anuais do SBR estão disponíveis no sítio eletrônico da Autarquia. No último biênio (2023-2024) mantiveram-se submetidas ao modelo preventivo de supervisão as áreas de atuação da CVM que regulam os diferentes

participantes do mercado de valores mobiliários, além da área responsável pelas fiscalizações.

No biênio 2023-2024 foram priorizados os seguintes riscos no Plano Bienal, por superintendência: 1. Superintendência de Supervisão de Investidores Institucionais (SIN): 1.1. relacionado ao Mercado marginal: Prestação de serviços de gestão de valores mobiliários sem registro; 1.2. relacionada a transações com partes relacionadas: Inadequação a regulamentação em operação com partes relacionadas em fundos; 1.3. riscos nas atividades de distribuição de valores mobiliários: deficiências na atuação da ANBIMA nas atividades de autorregulação compartilhadas com a CVM; 1.4. prevenção a lavagem de dinheiro e financiamento ao terrorismo e proliferação (PLD/FTP): falhas nos processos de PLD/FTP por parte de administradores de recursos e prestadores de serviço da indústria de gestão de recursos de terceiros; falhas de diligência no processo de gestão de liquidez em fundos abertos; e estratégias de alavancagem irregulares e/ou pouco diligentes em fundos; 1.5. relacionadas à Supervisão Temática: influenciadores digitais; e governança em ações ESG/ASG no mercado de valores mobiliários; 2. Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários (SMI): 2.1. relacionado ao Mercado marginal: intermediação de valores mobiliários por participantes não autorizados em regulamento e lei, inclusive distribuição de contratos derivativos Forex; 2.2. Relacionado aos riscos nas atividades de distribuição de valores mobiliários: Atuação de agente autônomo de investimento em desrespeito as normas vigentes; 2.3. Relacionado a prevenção a lavagem de dinheiro e financiamento ao terrorismo e proliferação: falhas nos processos dos intermediários (monitoramento e análise de operações atípicas) sobre PLD/FTP, em mercado de bolsa; 2.4. Relacionado a supervisão temática: influencers digitais; 3. Superintendência de relações com empresas (SEP): 3.1. Relacionado a transações com partes relacionadas: inadequação à legislação e à regulamentação em processos de transações com partes relacionadas (PLD/FTP); 3.2. Relacionado à prevenção a lavagem de dinheiro e financiamento ao terrorismo e proliferação: perda do controle de informações relevantes não divulgadas ao mercado (PLD/FTP); inadequação à legislação e à regulamentação em processos de emissão de ações ou títulos conversíveis em ações por subscrição privada; 3.3. Relacionado à supervisão temática: governança em ações ESG/ASG no mercado de valores mobiliários; 4. Superintendência de Normas Contábeis e de Auditoria (SNC); 4.1. Relacionada a prevenção a lavagem de dinheiro e financiamento ao terrorismo e proliferação

(PLD/FTP): irregularidades ou inépcias cometidas na formalização e na realização de trabalhos de auditoria; 4.2. Relacionado à supervisão Temática: governança em ações ESG/ASG no mercado de valores mobiliários; e governança em ações ESG/ASG no mercado de valores mobiliários; 5. Superintendente de Supervisão de Securitização (SSE): 5.1. Relacionado a supervisão temática: Ofertas não registradas de *security tokens* distribuídos por grandes corretoras de criptoativos; 6. Superintendente de Registro de Valores Mobiliários (SRE): 6.1. Relacionado à supervisão temática: influenciadores digitais.

2.10. Tratamento institucional da regulação

Para Yazbek, o termo "regulação" pode representar uma multiplicidade de sentidos, razão porque se impõe depurar significados, especialmente no setor financeiro. [393]

A despeito de diferentes concepções de regulação, a regulação financeira é definida pelo autor como:

> ...efetiva atividade estatal, ou seja, como atividade exercida por órgãos públicos, incidentes sobre relações privadas e corporificada em um amplo conjunto de atos de regulamentação e de execução que incidem sobre a possibilidade de acesso dos agentes privados ao mercado e o regime de sua atuação, assim como sobre a própria estrutura do mercado.[394]

Sobre a regulação no âmbito do mercado de valores mobiliários, a doutrina especializada adota a utilização dos termos: "regulamentação", "monitoramento" e "supervisão", para se referir às atividades estatais relacionadas ao exercício da função de regulação da atividade financeira.

---

[393] YAZBEK, Otávio. **Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais**. Rio de Janeiro: Elsevier. 2007, p. 178.

[394] A autorregulação, que também se desenvolve por mais de uma dimensão, envolvendo atividades de natureza normativa, executiva, de fiscalização e sanção (atividades de autodisciplina), não se inclui no conceito de regulação. Todavia, verifica-se que a autorregulação, no âmbito do mercado de capitais, o sistema regulatório demanda atividades de autorregulação, atividade imposta aos agentes na forma do art. 17, §1º da Lei n.º 6.385/1976. O fato de a autorregulação não se incluir tecnicamente no conceito de regulação, portanto, não prejudica a sua importância e, inclusive, necessidade para o bom funcionamento do sistema de regulação do mercado de capitais. CALABRÓ, Luiz Felipe Amaral. **Regulação e Auto-regulação no mercado de capitais**. São Paulo: Almedina. 2011.

A doutrina, todavia, classifica o monitoramento, a supervisão e a regulamentação, como funções diferentes e componentes da regulação financeira.[395] Para Yazbek:

> ...a expressão "regulação" abrangerá a criação de normas, a implementação de controles em geral e a tomada de medidas excepcionais. As expressões "regulamentação", "fiscalização" ou "supervisão" serão apenas para designar práticas específicas...[396]

Yazbek entende o monitoramento como fiscalização ou verificação do cumprimento das normas vigentes; a supervisão como fiscalização ampla dos comportamentos dos agentes no mercado financeiro *lato senso; e a* regulamentação equivaleria a edição de normas.[397]

O Art. 6º, inciso IX da Resolução n.º 53 de 15 de outubro de 2021, que dispõe sobre o Sistema Integrado de Gestão de Riscos da Comissão de Valores Mobiliários, associa o termo "monitoramento" com atividade permanente do regulador de acompanhamento de riscos mapeados. O mesmo significado por ser extraído da redação do Art. 13 da Resolução n.º 52 de 31 de agosto de 2021 que dispõe que o macroprocesso de monitoramento e controles internos são estruturados para *"... garantir a execução ordenada, ética, econômica, eficiente e eficaz das atividades da CVM...*"

A CVM adota o termo "supervisão" com o sentido da atividade de fiscalização ampla dos comportamentos dos agentes do mercado de valores mobiliários. A mesma Resolução n.º 53 da CVM, refere-se, no Art. 26, ao Plano Bienal de Supervisão Baseada em Riscos, para designar as estratégias de regulação adotadas pela Autarquia a cada biênio, construídas com fundamento nas estratégias de gestão de riscos previstas no Sistema Integrado de Gestão de Riscos da Comissão de Valores Mobiliários previsto na Resolução CVM n.º 53/21.

---

[395] BARTH Jr., Caprio, e LEVINE, Ross. ***The Regulation and Supervisiono of Banks Around the Word***. Washington: Brookings Institution Press. 2001, citado por: YAZBEK, Otávio. Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais. Rio de Janeiro: Elsevier. 2007, p. 182.

[396] YAZBEK, Otávio. **Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais**. Rio de Janeiro: Elsevier. 2007, p. 184.

[397] O Banco Central do Brasil utiliza as expressões: "supervisão direta" e "supervisão indireta". A primeira, corresponderia ao monitoramento e resulta do dever de verificação dos registros, documentos e sistemas das instituições participantes do mercado financeiro, bem assim os riscos assumido pelas instituições a partir da estruturação de seus controles internos e identificação de suas fragilidades; enquanto a segunda corresponde a supervisão propriamente dita, equivale aos monitoramento das instituições, conglomerados e mercados a partir dos documentos e dados enviados pelas instituições participantes do mercado e demais informações recebidas. BANCO CENTRAL DO BRASIL. Manual de Supervisão. Disponível em: https://www3.bcb.gov.br/gmn/visualizacao/listarDocumentosManualPublico.do?method=listarDocumentosManualPublico&idManual=1. Acesso em 17 de mar. de 2023.

O TCU, em processo de auditoria externa da CVM, utiliza os termos: “normatização”, “supervisão”, “sanção” e “orientação ao mercado”, para designar as atividades típicas e diárias de regulação do mercado pela Autarquia.[398]

O órgão de controle refere-se a “normatização do mercado” realizada pela CVM, como toda a atividade de construção de arcabouço regulatório indutor do desenvolvimento do mercado de valores mobiliário brasileiro, abrangendo resoluções, instruções, pareceres de orientação, deliberações e audiências públicas prévias.

Por “supervisão do mercado”, o TCU se reporta a atividade de fiscalização ampla dos agentes do mercado, realizada pela CVM, por meio de dois mecanismos: (i) a supervisão por demanda: decorrente de denúncias e reclamações efetuadas por investidores, participantes do mercado ou por outros órgãos ou esferas do poder público como o Ministério Público - MP e a Polícia Federal - PF; e a (ii) supervisão preventiva: nos termos do Art. 2º da Resolução CMN nº 3.427/06 e do Art. 26 da Resolução CVM n.º 53/21, que normatizam o Sistema de Supervisão Baseada em Risco na CVM. No âmbito do sistema da Supervisão Baseada em Risco, o Comitê de Gestão de Riscos - CGR aprova, a cada dois anos, o plano de supervisão que será executado pelas áreas finalísticas, com seus resultados reportados ao Conselho Monetário Nacional – CMN anualmente.

A atividade de “sanção ao mercado” é identificada pelo TCU como aquela em que as superintendências responsáveis pela atividade de supervisão direta do mercado e de seus participantes instauram processo sancionador e formulam termo de acusação contra supostos infratores da legislação do mercado de valores mobiliários[399], consoante

---

[398] TRIBUNAL DE CONTAS DA UNIÃO. Processo n.º 027.307/2018-8 – Monitoramento. MONITORAMENTO DAS DETERMINAÇÕES E/OU RECOMENDAÇÕES FEITAS A(AO) Comissão de Valores Mobiliários, Ministério da Economia, POR MEIO DO ACÓRDÃO 3252/2020-Plenário, NO ÂMBITO DO PROCESSO 027.307/2018-2.Assunto: Auditoria integrada para verificar a conformidade e os riscos existentes na atuação da CVM na regulação e fiscalização do mercado de capitais. Relator: Antonio Anastasia. 2020. Disponível em: https://conecta-tcu.apps.tcu.gov.br/tvp/72679973. Acesso em: 27 de nov. de 2023.

[399] Segundo Relatório Trimestral de Atividade Sancionatória CVM, referente ao 2º trimestre de 2023, as Superintendências finalísticas que atuam em processos que podem resultar em ações sancionadoras são as seguintes: Superintendência de Relações com Empresas (SEP); Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários (SMI); Superintendência de Relações com Investidores Institucionais (SIN); Superintendência de Supervisão de Securitização (SSE); Superintendência de Registro de Valores Mobiliários (SRE); Superintendência de Normas Contábeis e de Auditoria (SNC); Superintendência de Supervisão de Riscos Estratégicos (SSR); e Superintendência de Processos Sancionadores (SPS). COMISSÃO DE VALORES MOBILÁRIOS. Relatório de Atividade Sancionadora CVM: 2º Trimestre de 2023. Disponível em: https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/relatorios/relatorio-de-atividade-sancionadora/relatorio-de-atividade-sancionadora-cvm-2023-2o-trimestre-versao-resumida.pdf/view. Acesso em: 6 de dez. de 2023.

Resolução CVM n.º 45/2021[400], sempre que, por meio de investigação preliminar, encontrarem elementos suficientes de autoria e materialidade. As investigações envolvendo maior grau de complexidade probatória são objeto de inquérito administrativo, conduzidas pela Superintendência de Processos Sancionadores - SPS em conjunto com a Procuradoria Federal Especializada - PFE.

Por fim, entre as atividades designadas como "orientação ao mercado e à sociedade" praticadas pela CVM no âmbito da supervisão, destacam-se a expedição de ofícios-circulares, respostas às consultas formuladas, educação financeira e participação da CVM na promoção de diversos eventos, concursos, premiações e publicações com vistas a orientar à sociedade.

O ofício circular é definido pela CVM como orientação da CVM aos regulados sobre determinados normativos a serem cumpridos, emitidos pelas áreas técnicas da CVM. Alguns exemplos de ofícios circulares recentes são: Ofício-Circular-Conjunto nº 4/2023/CVM/SIN/SSE[401]; Ofício-Circular nº 9/2023/CVM/SIN[402]; Ofício-Circular nº 2/2023/CVM/SMI[403] e são muito comuns para orientação às companhias abertas, estrangeiras e incentivadas, visando a transparência e a equidade no relacionamento com os investidores e o mercado, bem como para minimizar eventuais desvios e, consequentemente, reduzir a necessidade de formulação de exigências e aplicação de multas cominatórias e de penalidades.

---

[400] COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. RESOLUÇÃO N.º 45 de 31 de agosto de 2021. Dispõe sobre o rito dos procedimentos relativos à atuação sancionadora no âmbito da Comissão de Valores Mobiliários. Brasília, DF: Diário Oficial da União. 2021. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol045.html. Acesso em: 5 de dez. de 2023.

[401] O Ofício-Circular-Conjunto nº 4/2023/CVM/SIN/SSE teve o objetivo esclarecer sobre o correto preenchimento da informação de cotistas que administradores estão obrigados a remeter ao Banco Central do Brasil ("BACEN") nos termos da Resolução BCB nº 38, conforme regulamentada pela Instrução Normativa BCB n° 94, de 08/04/21. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/oficios-circulares/sin/oc-sin-sse-0423.html. Acesso em: 5 de dez. de 2023.

[402] O Ofício-Circular nº 9/2023/CVM/SIN, de 16 de novembro de 2023, teve como objetivo apresentar esclarecimentos sobre alterações nos sistemas da
CVM que entraram recentemente em produção, relativos ao processo operacional previsto no artigo 2º, Parágrafo único, da Resolução n.º 13. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/oficios-circulares/sin/oc-sin-0923.html. Acesso em: 5 de dez. de 2023.

[403] O Ofício-Circular nº 2/2023/CVM/SMI, de 30 de outubro de 2023, teve como objetivo Divulgar às entidades administradoras de mercados organizados a lista de ações e ativos representativos de ações passivos de negociação em mercado de Grandes Lotes e respectivos lotes mínimos. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/oficios-circulares/smi/oc-smi-0223.html. Acesso em: 5 de dez. de 2023.

A educação financeira consiste em elemento primordial para orientação do mercado e da sociedade, com o objetivo de contribuir para que a população possa melhorar a compreensão sobre produtos e serviços financeiros, ter consciência das oportunidades e riscos envolvidos e fazer escolhas conscientes relativas à administração de seus recursos. Em 2023, ganhou destaque o acordo celebrado entre a Comissão de Valores Mobiliários e o Sebrae, em parceria com o Ministério da Educação e o apoio da B3 para lançamento de cursos Educação Financeira nas Escolas.

Ressalte-se ainda a participação da CVM na promoção de diversos eventos, concursos, premiações e publicações com vistas a orientar à sociedade. Em 2023, destacaram-se a semana Mundial do Investidor coordenada pelo Comitê de Investidores de Varejo da IOSCO, destinada à proteção e educação do investidor e a 10ª edição da Semana ENEF, com a continuidade do tema "Resiliência Financeira".

2.11. Órgão de controle externo.

Em cumprimento ao Despacho de 13/6/2018 do Ministro José Mucio Monteiro (TC Processo 017.250/2018-8), foi realizada pelo Tribunal de Contas da União a primeira auditoria integrada sobre a Comissão de Valores Mobiliários, abrangendo o período, não contínuo e intermitente, entre 8/8/2018 e 8/11/2019, para fiscalização da atividade finalística da Autarquia, a partir da percepção, oriunda de outros processos no âmbito do TCU, de que poderia estar havendo insuficiência na atuação da CVM e de que não havia, até o momento, fiscalização da atividade finalística da entidade pelo órgão de controle externo.[404]

Na conclusão da auditoria e nos termos do Art. 250, inciso III, do Regimento Interno do TCU c/c Art. 11 da Resolução-TCU 315/2020, o órgão de controle

[404] TCU é o órgão de controle externo do governo federal e auxilia o Congresso Nacional na missão de acompanhar a execução orçamentária e financeira do país e contribuir com o aperfeiçoamento da Administração Pública em benefício da sociedade. O TCU é responsável pela fiscalização contábil, financeira, orçamentária, operacional e patrimonial dos órgãos e entidades públicas do país quanto à legalidade, legitimidade e economicidade, com fundamento nos artigos 33, §2º, 70, 71, 72, §1º, 74, §2º e 161, parágrafo único, da Constituição Federal de 1988, outras leis específicas trazem em seu texto atribuições conferidas ao Tribunal. Entre essas estão a Lei de Responsabilidade Fiscal (LC 101/2001), a Lei de Licitações e Contratos (8666/93) e, anualmente, a Lei de Diretrizes Orçamentárias. Questiona-se sobre a competência do TCU para fiscalizar a atividade fim de agência regulatória. Cf. CABRAL. Flávio Garcia; SARAI, Leandro, IWAKURA, Cristiane Rodrigues. Tribunal de Contas da União (TCU) e as Agências Reguladoras: limites e excessos na acconuntability horizontal. 207Flávio Garcia Cabral, Leandro Sarai e Cristiane Rodrigues Iwakura Revista da CGU. Volume 13. Nº 24. Jul-Dez 2021. ISSN 2595-668X. Disponível em: https://doi.org/10.36428/revistadacgu.v13i24.450. Acesso em: 7 de maio de 2024.

externo recomendou à Comissão de Valores Mobiliários a adoção de medidas associadas a oportunidades de melhoria na atuação da entidade, dentre as quais destacamos:

> a) 9.1.4. aperfeiçoe suas ações regulatórias de supervisão, fiscalização e sanção, de modo a prevenir e coibir com mais efetividade e eficiência o uso eventual de informação relevante ainda não divulgada publicamente no mercado de valores mobiliários (*insider trading)* (item 22.14 – idem);
> b) 9.1.5. aperfeiçoe suas ações regulatórias de supervisão sobre as atividades dos agentes autônomos de investimento vinculados às grandes corretoras (item 22.6 – idem);
> c) 9.1.6. aperfeiçoe seus processos de trabalho em face da intersecção e superposição de atribuições entre a Superintendência de Relações com Empresas (SEP) e a Superintendência de Normas Contábeis (SNC), no que tange às atividades de supervisão relacionadas às demonstrações financeiras das companhias abertas;
> d) 9.1.7. aperfeiçoe o processo decisório de seu órgão colegiado de modo a aumentar o grau de previsibilidade de suas decisões nos processos administrativos da Autarquia, em linha de coerência com suas decisões precedentes e em conformidade com os princípios de isonomia e segurança jurídica (item 22.7 - idem);
> e) 9.1.8. aperfeiçoe suas ações de supervisão, fiscalização e sanção relativamente aos fundos de investimento, com foco nos aspectos de maior risco apontados no Relatório (itens 1117 a 1119 do RA), especialmente quanto ao dever de proteção dos "titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra" eventuais "atos ilegais de administradores e acionistas controladores das companhias abertas, ou de administradores de carteira de valores mobiliários", nos termos do art. 4º, inciso IV, alínea b, da Lei 6.385/76 (item 22.8 – idem);
> f) 9.1.9. avalie a conveniência e oportunidade de incluir, nos planos de auditoria interna, testes de auditoria substantivos sobre as efetivas atividades de supervisão elencadas nos planos bienais de supervisão baseada em risco (SBR) na área dos fundos de investimento;
> g) 9.1.10. aperfeiçoe seus sistemas de apoio à gestão processual, implantando o processo eletrônico em todos os níveis possíveis, inclusive na elaboração de relatórios de gestão, no controle e rastreamento de processos, na realização de buscas estruturadas e na automatização de consultas a dados processuais e jurisprudenciais (item 22.10 - idem);
> h) 9.1.11 proceda à revisão periódica dos planos bienais de supervisão baseada em risco, incluindo a detecção de irregularidades noticiadas à CVM, buscando aprimorar sua capacidade de prospecção de riscos para nortear futuras ações de supervisão, fiscalização e controle (item 22.11 - idem);
> i) 9.1.12 implemente, se operacionalmente viável, setor de inteligência com acesso direto, sem intermediação da B3, aos bancos de dados das negociações havidas no âmbito do mercado de capitais, buscando também, respeitadas as eventuais limitações operacionais e jurídicas, informações de outros bancos de dados estatais, com o fito de cruzar dados, estabelecer tipologias, definir pontos de controle e criar alertas automáticos sobre eventuais inconsistências passíveis de fiscalização pela CVM, especialmente quanto à detecção de possíveis casos de insider trading (item 22.12 - idem);
> j) 9.1.13 adote providências para otimizar o grau de informatização dos dados contábeis das companhias sob sua supervisão, mediante lançamentos efetuados pelas próprias empresas (por exemplo, via rede mundial de computadores (*WEB)*, adotando ferramentas de TI para que aprimorem a inteligência na prospecção de situações anômalas (ex.: mediante comparações entre demonstrativos financeiros de uma mesma empresa em períodos distintos ou de empresas distintas em dado período) (item 22.13 - idem);
> k) 9.1.14 aprimore a supervisão dos fundos de investimento mediante sistema informatizado alimentado via *WEB* (ou meio alternativo) pelos gestores dos próprios fundos, com informações definidas pela CVM, com o

> objetivo realizar o cruzamento de dados com os oriundos dos sistemas da B3, do Banco Central e de outras bases de dados que entenda relevantes, sopesadas as eventuais limitações operacionais e jurídicas, de modo a otimizar a fiscalização desses fundos (item 22.14 - idem);
> l) 9.2 dar ciência ao Ministério da Economia sobre os indícios de conflito de interesses na atuação de diretores e ex-diretores na CVM e em instituições ligadas ao mercado de capitais.

Os itens 9.1.4, 91.5., 9.1.8., 9.1.14 estão relacionados ao aperfeiçoamento das ações regulatórias de supervisão, fiscalização e sanção sobre fundos de investimento, assessor de investimentos e sobre o uso de informações privilegiadas. Os itens 9.1.9., 9.1.11., 9.1.12 dispõem sobre a necessidade de aperfeiçoamento dos sistemas utilizados para a supervisão, como necessidade de testes de auditoria sobre as efetivas atividades de supervisão elencadas nos planos bienais de supervisão baseada em risco (SBR) na área dos fundos de investimento, revisão periódica dos planos bienais de supervisão baseada em risco, incluindo a detecção de irregularidades noticiadas à CVM; implementação de setor de inteligência com acesso direto e sem intermediação da B3, aos bancos de dados das negociações havidas no âmbito do mercado de valores mobiliários, com o fito de cruzar dados, estabelecer tipologias, definir pontos de controle e criar alertas automáticos sobre eventuais inconsistências passíveis de fiscalização pela CVM, especialmente quanto à detecção de possíveis casos de *insider trading.*

O item 9.1.6. refere-se a hipótese de aperfeiçoamento governança interna, em face da intersecção e superposição de atribuições entre a Superintendência de Relações com Empresas (SEP) e a Superintendência de Normas Contábeis (SNC), no que tange as atividades de supervisão relacionadas às demonstrações financeiras das companhias abertas.

Os itens 9.1.13 e 9.1.14 referem-se necessidade de transparência e publicidade de dados importantes, com o auxílio de tecnologia, para melhorar a supervisão sobre companhias e fundos de investimento, sugerindo-se a adoção de providências para otimizar o grau de informatização dos dados contábeis das companhias sob sua supervisão, mediante lançamentos efetuados pelas próprias empresas (por exemplo, via rede mundial de computadores (*WEB)*, adotando ferramentas de TI para que aprimorem a inteligência na prospecção de situações anômalas (ex.: mediante comparações entre demonstrativos financeiros de uma mesma empresa em períodos distintos ou de empresas distintas em dado período) e adoção de sistema informatizado alimentado via *WEB* (ou meio alternativo) pelos gestores dos próprios fundos, com

informações definidas pela CVM, com o objetivo realizar o cruzamento de dados com os dados oriundos dos sistemas da B3, do Banco Central e de outras bases de dados que entenda relevantes.

Ganham especial destaque no âmbito da atividade sancionatória da CVM os itens 9.1.7 e 9.1.10., que recomendam maior governança, motivação das decisões, transparência e publicidade na atividade sancionadora, recomendando o aperfeiçoamento do processo decisório de seu órgão colegiado de modo a aumentar o grau de previsibilidade de suas decisões nos processos administrativos da Autarquia, em linha de coerência com suas decisões precedentes e em conformidade com os princípios de isonomia e segurança jurídica; bem assim o aperfeiçoamento dos sistemas de apoio a gestão processual, implantando o processo eletrônico em todos os níveis possíveis, inclusive na elaboração de relatórios de gestão, no controle e rastreamento de processos, na realização de buscas estruturadas e na automatização de consultas a dados processuais e jurisprudenciais.

As recomendações 9.1.7 e 9.1.10, foram fundamentadas em possibilidade de conflito de interesse na atuação do colegiado da CVM, considerando-se o substancial número de processos administrativos perante a Autarquia que têm menção à atuação de Diretores específicos, antes, durante e depois do exercício dos respectivos mandatos. À vista desse quadro, seria recomendável a Segecex avaliar a conveniência e oportunidade de realizar fiscalização para analisar, de forma ampla e pormenorizada, com cruzamento de dados a partir de diversos julgados da CVM, consultas às bases de dados do LabContas e intercâmbio com outros órgãos de controle, para avaliar se há conflitos de interesse efetivos que possam comprometer a independência e imparcialidade dos julgamentos da Autarquia.

O TCU diagnosticou que as decisões do colegiado da CVM, sobretudo, no âmbito dos processos administrativos sancionadores, são tomadas em caráter *ad hoc*, caso a caso, sem referência a precedentes consolidados sob a forma de súmulas, de decisões-paradigma, de pareceres de orientação e de repositórios selecionados de julgados. Recomenda-se, por isso, melhoria da governança institucional, consistente na instituição de vetores sumulares para assegurar a observância dos precedentes decisórios, realizada nos seguintes termos:

> g.1) Proposta de recomendações e cientificações decorrentes dos achados:
>
> À CVM, para que "institua vetores decisórios objetivos pré-estabelecidos e transparentes que, observando precedentes decisórios do colegiado da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) , permitam aos regulados decisões mais previsíveis aos processos administrativos daquela autarquia, em conformidade com o princípio constitucional da igualdade, insculpido no art. 37, caput, da Constituição Federal" (itens 1054 e 1060 da instrução).

Com relação ao potencial conflito de interesses do órgão Colegiado da CVM, ao Ministério da Economia, o órgão de controle recomendou:

> comunicar ao Ministério da Economia sobre o conflito de interesses, efetivo, potencial ou aparente, na atuação de diretores e ex-diretores na CVM e em instituições ligadas ao mercado de capitais (item 848 da instrução).
>
> recomendar que avalie, com fulcro no princípio constitucional da impessoalidade, a oportunidade e a conveniência de indicar, para a diretoria da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), servidores efetivos provenientes dos quadros ativos das superintendências finalísticas da CVM, de modo a manter o equilíbrio na composição do Colegiado Diretor da Autarquia (itens 1050 a 1059 da instrução).
>
> modernize seus sistemas de apoio à gestão processual, tornando eletrônicos todos os seus processos, além de propiciar e sistematizar o lançamento de informações processuais essenciais para a elaboração de relatórios de gestão, controle e rastreamento de processos e realização de buscas estruturadas, de maneira a tornar automática toda e qualquer consulta a dados dos processos geridos pela entidade, bem como proceder à sistematização da jurisprudência da entidade, também por meio de ferramentas de TI, de maneira a tornar fácil e ágil o acesso e a busca por informações (itens 3 a 6 da peça 84).

Atualmente, o órgão colegiado da CVM é composto por um presidente[405], nomeado na forma do Art. 6º, *caput*, da Lei n.º 6.385/76, em 3 de junho de 2022, para um mandato de cinco anos, sob a Presidência da República de Jair Messias Bolsonaro do então Partido Liberal (PL), e exercerá o mandato até 27 de julho de 2027, sob presidência do atual Presidente da República Luís Inácio Lula da Silva do Partido dos Trabalhadores; e quatro diretores[406] também nomeados pelo anterior Presidente da República do Partido

[405] O Atual Presidente da CVM, Dr. João Pedro Barroso do Nascimento, nomeado em 3 de junho de 2022, pelo então Presidente da República Jair Bolsonaro, aprovado pelo Senado Federal, na forma do Art. 6º da Lei 6.385/76, exerce o mandato não coincidente, de cinco anos, até 27 de julho de 2027. É Doutor e Mestre em Direito Comercial pela USP. Pós-Graduado em Direito Empresarial (com concentração em Direito Societário e Mercado de Capitais) pela FGV Direito Rio. Graduado em Direito pela PUC-Rio. Possui experiência profissional em: (i) em escritórios de advocacia; (ii) e em companhia de capital aberto. Autor dos livros: (i) Medidas Defensivas à Tomada de Controle das Companhias; (ii) Assembleias Digitais e Outros Reflexos das Tecnologias nas Assembleias de Sociedades Anônimas; e (iii) Temas de Direito Empresarial. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Comissão. Composição. Colegiado. Disponível em: https://www.gov.br/cvm/pt-br/composicao/colegiado/presidencia. Acesso em: 5 de dez. de 2023.

[406] São Diretores atuais da Comissão de Valores Mobiliários: 1) Alexandre Costa Rangel, graduado em bacharelado em Direito na Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro (UERJ), advogado e fundador do Costa Rangel Advogados, que atua no mercado de valores mobiliários e na área

Liberal, Jair Messias Bolsonaro, para o mandato de cinco anos, que findará na gestão do Presidente da República Luís Inácio Lula da Silva do Partido dos Trabalhadores.

Não foram acatadas as recomendações do TCU no sentido de "*indicar, para a diretoria da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), servidores efetivos provenientes dos quadros ativos das superintendências finalísticas da CVM, de modo a manter o equilíbrio na composição do Colegiado Diretor da Autarquia*" e de evitar

---

de direito societário. Foi nomeado em 4 de novembro de 2020, pelo Presidente da República Jair Bolsonaro, do Partido Liberal, após aprovação do Senado Federal, para o mandato, não coincidente, de cinco anos que finda em 31 de dezembro de 2024, sob gestão do atual Presidente da República, do Partido dos Trabalhadores, Luís Inácio Lula da Silva. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Comissão. Composição. Colegiado. Disponível em: http://antigo.cvm.gov.br/alta_administracao/diretor-alexandre-costa-rangel.html. Acesso em: 6 de dez. de 2023; 2) Flávia Martins Sant´Anna Perlingeiro, graduada em bacharelado em Direito na Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro (PUC-RJ), pós-graduada em Câmbio e Operações Financeiras com o Exterior pela Fundação Getúlio Vargas (FGV) e mestre em direito (LL.M) pela *New York University*. Atuou no BNDES e em escritórios de advocacia, no Brasil e no exterior. Foi nomeada 15 de março de 2019, pelo Presidente da República Jair Bolsonaro, do Partido Liberal, após aprovação do Senado Federal, para o mandato, não coincidente, de cinco anos, que finda em 31 de dezembro de 2023, sob gestão do atual Presidente da República, do Partido dos Trabalhadores, Luís Inácio Lula da Silva. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Comissão. Composição. Colegiado. Disponível em: https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/nomeada-nova-diretora-da-cvm-7ac2bdd020d54315afaf7f07d16c7871. Acesso em: 5 de dez. de 2023; 3) João Carlos de Andrade Uzêda Accioly, graduado em bacharelado em Direito pela Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro (PUC-RJ), Mestre em Economia pelo IBMEC. Foi vice-presidente da Comissão de Direito Empresarial no Instituto dos Advogados Brasileiros e membro da Comissão Especial de Mercado de Capitais do Conselho Federal da OAB e exerceu função de diretor de Secretário do Desenvolvimento da Indústria Comércio e Inovação no Ministério da Economia. Foi nomeado em 18 de maio de 2022, pelo Presidente da República Jair Bolsonaro, do Partido Liberal, após aprovação do Senado Federal, para o mandato, não coincidente, de cinco anos, que finda em 31 de dezembro de 2026, sob gestão do atual Presidente da República, do Partido dos Trabalhadores, Luís Inácio Lula da Silva. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Comissão. Composição. Colegiado. Disponível em: https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/joao-accioly-e-nomeado-diretor-da-cvm. Acesso em: 5 de dez. de 2023; 4) Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo, graduado bacharelado em Direito pela Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro (PUC-RJ), Mestre em Direito (LL.M) pela Universidade de Miami, EUA e Doutorando em Direito Empresarial pela Universidade de São Paulo (USP). Foi Conselheiro Titular do Conselho de Recursos do Sistema Financeira Nacional (2015-2018). Professor de Direito Societário e Mercado de Capitais da Fundação Getúlio Vargas do Rio de Janeiro (FGV-RJ); da Escola da Magistratura do Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro (EMERJ) e Professor de Direito Societário da Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro (PUC-RJ) desde 2020. Atuou como advogado, árbitro e parecerista em questões de Direito Societário, Mercado de Capitais e Insolvência. Autor de livros e artigos sobre temas de Direito Societário, Mercado de Capitais e Insolvência e palestrante em conferências no Brasil e no exterior. Foi nomeado em 7 de janeiro de 2022, pelo Presidente da República Jair Bolsonaro, do Partido Liberal, após aprovação do Senado Federal, para o mandato, não coincidente, de cinco anos, que finda em 31 de dezembro de 2025, sob gestão do atual Presidente da República, do Partido dos Trabalhadores, Luís Inácio Lula da Silva. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Comissão. Composição. Colegiado. Disponível em: https://www.gov.br/cvm/pt-br/composicao/colegiado/diretoria/otto-lobo. Aceso em: 5 de dez. de 2023.

conflitos de interesses dos membros do Colegiado decorrentes de "*atuação de diretores e ex-diretores na CVM em instituições ligadas ao mercado de capitais*", vez que nenhum dos Diretores atuais e mesmo nomeados após do final da Auditoria do TCU provém de áreas técnicas da CVM, sendo a maior parte proveniente do setor privado como advogados de companhias de capital aberto, de escritórios de advocacia que atuam perante o mercado de valores mobiliários ou do exercício de docência, com escassa ou nenhuma experiência técnica nos quadros da CVM e com potencial de ocasionar conflito de interesses relatado na auditoria TCU. Apenas dois diretores possuem doutorado, um apenas mestrado e outro apenas curso de graduação.

Não constam ainda melhorias com relação a gestão de processos e informações tal como recomendado pelo TCU, não sendo automática toda e qualquer consulta a dados dos processos geridos pela entidade, tampouco se mostra fácil e ágil o acesso e a busca por informações. O sistema de visualização e consulta de processos e decisões no âmbito da CVM é limitado, com escasso acesso pelos usuários, em prejuízo aos princípios da transparência e da publicidade, não sendo possível a fiscalização adequada da atuação do Colegiado.

A auditoria realizada pelo TCU marca o início de uma fiscalização mais apurada da CVM pelo órgão externo de controle.

2.12. Objeto da regulação.

Analisa-se, a seguir, o objeto da regulação CVM sob a ótica do sujeito econômico explorador de determinadas atividades financeiras elencadas em lei (Art. 1º, *caput* da Lei n.º 6.385/76) e sob a ótica da atividade econômica desenvolvida: emissão, distribuição, intermediação, oferta, negociações de valores mobiliários (Art. 2º, incisos I a IX da Lei n.º 6.385/1976).

2.12.1. Objeto da regulação sob a ótica do sujeito econômico.

Nos termos do Art. 1º, *caput*, da Lei n.º 6.385, a CVM apresenta os seguintes sujeitos regulados no seu escopo de regulação: (i) sociedades anônimas de capital aberto, (ii) fundos de investimento, (iii) administradores de carteira, (iv) ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, (v) programas de BDR (*Brazilian Depositary Receipts*), (vi) plataformas eletrônicas de investimento participativo

(*crowdfunding*), (vii) assessores de investimento (agentes autônomos de investimento), (viii) auditores independentes, (ix) agências de classificação de risco (*rating*), (x) investidores não residentes, (xi) clubes de investimento, (xii) cooperativas de crédito.[407]

2.12.2. Objeto da regulação sob a ótica da atividade econômica.

Sob a ótica da atividade econômica explorada, o Art. 2º da Lei n.º 6.385, elege como objeto da regulação CVM, as atividades de emissão, distribuição, intermediação, oferta e negociações de valores mobiliários. Segue análise do objeto da regulação CVM sobre "valores mobiliários": a) sob perspectiva legal; b) sob perspectiva da CVM; c) apresentação da problemática dos derivativos e d) a "escolha" de não regular.

a) Perspectiva legal.

Sob a ótica da análise da atividade econômica e na forma do Art. 2º da Lei n.º 6.385, a regulação CVM recai sobre emissão, distribuição, intermediação, oferta, negociações de valores mobiliários.

Os incisos do Art. 2º da Lei n.º 6.385, alterados pela Lei n.º 10.303/2001, definem as seguintes modalidades de valores mobiliários: ações, debentures, bônus de subscrição (inciso I), cupons, direitos, recibos de subscrição e certificado de desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos no inciso II (inciso II), os certificados de depósito de valores mobiliários (inciso III), as cédulas de debêntures (inciso IV), as cotas de fundos de investimentos em valores mobiliários ou de clubes de investimentos em quaisquer ativos (inciso V), as notas comerciais (inciso VI), os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes seja valores mobiliários (inciso VII) outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes.[408] O § 1º exclui expressamente do conceito de valor mobiliário os títulos da

[407] COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Assuntos. Regulados. Regulados CVM. Disponível em: https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/regulados/consultas-por-participante. Acesso em: 03 de abril de 2023.

[408] Vide art. 2º, incisos I à VIII da Lei 6.385/76. "Art. 2º São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei. I - as ações, debêntures e bônus de subscrição; II - os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos no inciso II; III - os certificados de depósito de valores mobiliários; IV - as cédulas de debêntures; V - as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos; VI - as notas comerciais; VII - os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários; VIII - outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes.

dívida pública federal, estadual e municipal, bem assim os títulos cambiais de responsabilidade das instituições financeiras.[409]

O inciso IX do Art. 2º da Lei n.º 6.385 apresenta o seguinte conceito geral para valor mobiliário:

> IX - quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros. (Inciso incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001).[410]

Assim, a despeito da relação taxativa de espécies de valores mobiliários nos incisos I ao VI do Art. 2º da Lei n.º 6.385/1976, o inciso IX introduziu um conceito genérico de valor mobiliário que acabou por ampliá-lo sobremaneira, ao abranger todo e qualquer contrato que acarrete negociação de títulos ou contrato de investimento coletivo, desde que ofertados ao público geral.

Já o inciso VII também incluiu no conceito de valor mobiliário o "derivativo", que em nada se assemelha a definição clássica de "valor mobiliário", vez que enquanto este representava, em sua origem, a participação no capital social de uma companhia ou parcela de dívida por ela emitida, o derivativo apresenta função diversa, de proteção contra riscos de volatilidade de preços no decurso do tempo, podendo, também, estar atrelado a sucessivas inovações de engenharia financeira.

> VII - os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários

Por fim, o inciso VIII do mesmo Art. 2º, atribui o *status* de valor mobiliário aos derivativos, ainda que o ativo subjacente não seja considerado valor mobiliário.

> VIII - outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes;

O conceito de valor mobiliário é essencial para delimitação do objeto de regulação da CVM, vez que "*se um determinado título for considerado valor mobiliário,*

---

[409] Vide art. 2º, §1º da Lei 6.385/76. "Art. 2º (...) § 1º Excluem-se do regime desta Lei: I - os títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal; II - os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira, exceto as debêntures."

[410] Vide art. 2º, inciso IX da Lei 6.385/76. Art. 2º. "Art. 2º São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei. IX - quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros."

sua emissão e negociação públicas passam a estar sujeitas às normas e fiscalização da CVM."[411]

A definição de "valor mobiliário" remonta do termo francês *valeur mobilièr*, cunhado para designar títulos negociáveis emitidos por pessoas jurídicas, de transmissão via registro ou tradição, conferindo direitos de remuneração ou participação aos titulares.[412] Todavia, no Brasil, instrumentos de *securities*, bem diferentes dos instrumentos de participação no capital social ou nos rendimentos das companhias, também constituem espécies de valor mobiliário, tendência esta importada do direito norteamericano.

Segundo Yazbek, o conceito de valor mobiliário, que a Lei evitou, possui caráter instrumental, pois se volta presta a estabelecer o campo de incidência da norma regulatória e não a definir um conceito fechado para o instrumento financeiro[413]. No mesmo sentido posiciona-se Eizerik:

> (...) a noção de valor mobiliário, entre nós, é basicamente instrumental, uma vez que se destina a delimitar a regulação estatal no mercado de capitais, tido como um mercado de risco, por envolver captação regular de recursos por parte das companhias abertas e dos demais emissores de tais títulos[414].

No processo CVM n.º RJ 2007/11.593, Registro Col. 5.730 de 15 de janeiro de 2008, o colegiado sob relatoria de Marcos Barbosa Pinto caracterizou valor mobiliário com fundamento no Art. 2º, inciso IX da Lei n.º 6.385/76, a partir dos seguintes pressupostos: a) deve haver um investimento; b) o investimento deve ser formalizado por um título ou contrato; c) o investimento deve ser coletivo, isto é, vários investidores devem investir sua poupança no negócio; d) o investimento deve dar direito a alguma forma de remuneração, termo mais amplo que "lucro"; e) a remuneração deve ter origem nos esforços do empreendedor ou de terceiro que não investidor e f) os títulos ou contratos devem ser objeto de oferta pública.

---

411 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Vide voto do Diretor da Comissão de Valores Mobiliários, Marcos Barbosa Pinto, Processo CVM n.º RJ 2007/11.593, Registro Col. N. 5730/07, de 15 de janeiro de 2008.
412 YAZBEK, Otavio. **Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais.** Rio de Janeiro: Elsevier, 2007, 2ª reimpressão, p. 90.
413 *Ibid*.
414 EIZIRIK, Nelson. **Temas de Direito Societário**. Rio de Janeiro: Renovar. 2005, p.421.

b) Perspectiva da CVM.

Visualiza-se tendência da CVM em conceituar valor mobiliário a partir de uma finalidade de tutela do investidor e da garantia da eficiência dos mecanismos de mercado. Neste sentido, confira voto do Diretor Otavio Yazbek no Processo Administrativo CVM n.º RJ 2009/6346, de 7 de julho de 2009:

> Neste sentido, a própria tipologia variada dos valores mobiliários na atualidade (uma vez que eles englobam títulos da dívida, de participação, derivativos, etc), acaba por demonstrar que, em termos de definição da natureza jurídica propriamente dita, a caracterização de um instrumento como valor mobiliário é de pouca valia. Ela importa muito mais para a incidência de um regime regulatório próprio que, historicamente, é conformado com base na tutela do investidor, sobretudo a partir de regras de cunho informacional (em especial, referentes ao *full disclosure* e a vedação do *insider trading*) e na garantia de eficiência dos mecanismos de mercado (sobretudo a partir de proteção aos mecanismos de formação de preços dos ativos).[415]

Na mesma linha ampara-se o Voto do Diretor da Comissão de Valores Mobiliários, Relator Luis Antônio Sampaio de Campos, de 28 de agosto de 2003, no Processo Administrativo CVM n.º RJ 2003/0499:

> Isso confirma, segundo penso, o fato de que a definição do art. 2º tem conteúdo meramente instrumental, para fins de, conjugados com os demais artigos da Lei 6.385, e principalmente o seu art. 1º, conferir competência à CVM para regular a negociação dos títulos e instrumentos ali mencionados quando realizada no mercado ou quando se inserir em oferta pública. A propósito, nota-se que foi esta nova definição de valores mobiliários que deferiu à CVM competência para regular todas as formas de fundos de investimento, inclusive os que não investissem em valores mobiliários, como seria o caso de fundos cambiais. O mencionado inciso permite, por assim dizer, que a CVM possa ter uma competência mais dinâmica na medida em que diversos outros instrumentos de investimento que possam surgir estejam sob a capacidade regulatória e fiscalizatória da CVM, quando envolvam oferta pública ou negociação no mercado.[416]

Em 28 de setembro de 2006, no emblemático julgamento do caso da Avestruz Master,[417]o Relator Diretor Wladimir Castelo Branco Castro, no Processo

---

[415] COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo administrativo CVM n.º RJ 2009/6346, de 7 de julho de 2009. Relator Diretor Otávio Yazbek. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0005/6565-0.pdf. Acesso em: 8 de dez. de 2023.

[416] COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo Administrativo CVM n.º RJ 2003/0499, de 28 de agosto de 2003. Diretor Relator Luis Antônio Sampaio de Campos. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0001/4149-0.pdf. Acesso em: 8 de dez. de 2023.

[417] Neste julgamento, a CVM analisou o caso em que uma agropecuária de Avestruz na cidade de Araçatuba-SP (Avestruz Master Agro Comercial Importação e Exportação Ltda) via assinatura de "Instrumento Particular de Compromisso de Compra e Venda de Avestruz" com inúmeros clientes teria captado, entre fevereiro e julho de 2004, um montante de aproximadamente R$ 12 milhões com taxas de retorno, prometidas implicitamente no contrato, que oscilavam entre 7% e 9,14% ao mês, nas suas diferentes modalidades. Ficou caracterizado que o tipo de contrato por eles praticados, aliado à forma de captação (principalmente pela existência de estrutura própria de vendas e de apelo à poupança pública),

Administrativo Sancionador CVM n.º 23/2004, confirma o caráter instrumental do conceito de valor mobiliário:

> A defesa sustenta que o inc. IX, do art. 2º da Lei 6.385/76 é uma norma de exceção constante de uma relação fechada de valores mobiliários e que, portanto, sua interpretação deve ser restritiva, sob pena de resultar na concessão, à CVM, do poder de dizer o que é ou não um valor mobiliário. Essa tese não pode ser aceita. O conceito de valor mobiliário é instrumental, no sentido de que é o que define a competência da CVM, e sua tônica está no esforço de captação da poupança pública com a conotação de investimento por parte daqueles que conferem os recursos. Diante desse novo conceito de valor mobiliário, que se reflete na redação ampla do dispositivo que o consagrou, não há como defender interpretações restritivas.

No mesmo julgamento, a CVM revela que sua tônica está na proteção da poupança popular, acatando a tese da Procuradoria Federal Especializada da CVM no sentido de que deve ser considerado valor mobiliário e, por conseguinte, sujeito à regulação da CVM, todo título ou contrato, *ofertado publicamente*[418], em que: (i)

---

caracterizava a realização de operações típicas das dispostas na Lei no 10.198/01, referente aos Contratos de Investimento Coletivo (CIC). A empresa Avestruz Master firmou, a época, Termo de Compromisso com a CVM, formalizando uma declaração de intenções, visando transformar seus contratos de parceria em Cédulas de Produto Rural. Todavia, em duas inspeções realizadas no local, foi constatado pela CVM que a Avestruz Master continuava a garantir a recompra das aves, com valor pré-definido, o que significava o estabelecimento de uma taxa de rentabilidade aos clientes que aplicassem nos contratos e títulos emitidos pela dita empresa. Em sede de decisão de processo administrativo sancionador, o Relator Diretor entendeu que em todas as formas de negociação utilizadas pela Avestruz Master, a venda do animal estava, necessariamente, atrelada a algum tipo de compromisso de recompra das aves. Ainda que não houvesse, nos instrumentos contratuais utilizados, expressa referência ao exato preço pelo qual a recompra ocorreria, a Avestruz Master, direta ou indiretamente, assegurava ao público investidor a existência de um compromisso de recompra, pela empresa ou por terceiros, das aves por ela alienadas, gerando, assim, uma legítima expectativa de remuneração. Consignou que as estruturas contratuais e de negócio criadas pelos indiciados para exercer suas atividades foram se alterando ao longo do tempo, mas sempre de forma reativa a fiscalização da CVM e mantendo, mais ou menos explicitamente, os elementos relativos à captação de poupança popular. Ou seja, não foram esforços de regularização de uma atividade ilícita, mas sim tentativas de colocá-la à margem da atuação estatal, por meio de diversos expedientes. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo Administrativo Sancionador CVM n.º 23/2004. Diretor Relator Wladmir Castelo Branco Castro. Julgamento em: 28 de setembro de 2006. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2006/20060928_PAS_2304.pdf. Acesso em: 9 de dez. de 2023.

[418] A oferta pública de distribuição de valores mobiliários está disciplinada, no Brasil, pela Lei nº 6.404/76 e pela Lei nº 6.385/76 e, como regra geral, regulamentada pela Resolução CVM nº 160/22, que têm por fim assegurar a proteção do público investidor em geral e promover a eficiência e o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários. Os valores mobiliários podem, e muitas vezes são ofertados por meio da internet e sem restrição geográfica (*Cf.* Pareceres de Orientação nº 32/05 e nº 33/05 que tratam, respectivamente: (i) sobre o uso da Internet em ofertas de valores mobiliários e na intermediação de operações; e (ii) sobre a intermediação de operações e oferta de valores mobiliários emitidos e admitidos à negociação em outras jurisdições). De acordo com os referidos Pareceres de Orientação, a CVM analisará os casos concretos para avaliar se há oferta de valor mobiliário sujeita a sua competência e, para tanto, levará em conta a existência de medidas efetivas para impedir que o público em geral acesse a página contendo a oferta. O contexto atual justifica complemento às diretrizes de referidos Pareceres de Orientação, considerando a popularização do uso das redes sociais para oferta de valores mobiliários e a regulamentação das plataformas eletrônicas de investimento participativo (*crowdfunding*), regidas pela Resolução CVM nº 88/22. A CVM nota que é possível exibir página contendo ofertas de valores mobiliários apenas a usuários identificados por login e senha. Embora tal mecanismo de prevenção de acesso seja mencionado no Parecer de Orientação CVM nº 32/05, essas ofertas não são necessariamente privadas.

caracteriza-se como modalidade de investimento coletivo;[419] (ii) há fornecimento de recursos (dinheiro ou qualquer outro bem suscetível de avaliação econômica) por parte do investidor; (iii) há gestão dos recursos por parte de terceiros; (iv) Se trata de empreendimento comum, cujo sucesso é almejado tanto pelo investidor quanto pelo gestor, havendo entre ambos uma comunhão de interesses econômicos interligados juridicamente; (v) existe expectativa de obter lucros, ou seja, o investidor, ao decidir pela alocação de seus recursos em um valor mobiliário, visa à obtenção de algum tipo de ganho, benefício ou vantagem econômica, em função do contrato de investimento de risco realizado. Esses lucros podem ser auferidos por meio de participação, parceria ou remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços[420]; (vi) o investidor assume os riscos de financiador do negócio (ou os riscos do empreendimento), que são diversos dos riscos comuns comerciais, ou seja, os riscos poderão resultar na perda total ou parcial dos recursos investidos.

Nesse sentido, a existência de mecanismos de prevenção de acesso a páginas contendo ofertas de valores mobiliários e a inexistência de divulgação específica sobre uma oferta, isoladamente, não têm o condão de afastar o caráter público de uma oferta. Devem ser levados em consideração outros aspectos do caso concreto para avaliar a efetividade da medida, tais como o número de investidores alcançados e o número de subscritores, entre outros, sendo certo que há inúmeras ferramentas disponíveis para barrar o acesso da página (a exemplo de mecanismos de "*geoblocking*"). Além disso, as ofertas de intermediação de derivativos a investidores brasileiros também merecem nota, em complemento aos citados Pareceres de Orientação. A esse respeito, nota-se que a oferta de valores mobiliários emitidos no exterior pode ser considerada irregular se não tiver registro na CVM. De acordo com o Parecer de Orientação CVM nº 33/05, a utilização de meios de comunicação "destinados a atingir o público em geral residente no Brasil" é um critério relevante para verificação de oferta pública irregular. Além disso, também é relevante a existência de texto para atrair investidores residentes no Brasil, ainda que em idioma estrangeiro. Por fim, deve-se avaliar se há emprego de medidas efetivas com o intuito de impedir que investidores residentes no Brasil tenham acesso ao conteúdo da página. O Parecer de Orientação CVM nº 33/05 aponta que a CVM "também poderá considerar, para avaliar se a oferta foi dirigida a investidores residentes no Brasil, a utilização da língua portuguesa e a localização física do provedor". COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Parecer de Orientação n.º 40/2022.

[419] Conforme consta no Parecer de Orientação CVM n.º 40 de 11 de outubro de 2022, sobre o entendimento da CVM acerca das normas aplicáveis aos criptoativos que forem valores mobiliários Colegiado da CVM tem reiteradamente considerado, as seguintes características de um contrato de investimento coletivo para decidir se determinado título é ou não é valor mobiliário: (i) Investimento: aporte em dinheiro ou bem suscetível de avaliação econômica; (ii) Formalização: título ou contrato que resulta da relação entre investidor e ofertante, independentemente de sua natureza jurídica ou forma específica; (iii) Caráter coletivo do investimento; (iv) Expectativa de benefício econômico[419]: seja por direito a alguma forma de participação, parceria ou remuneração, decorrente do sucesso da atividade referida no item (v) a seguir; (v) Esforço de empreendedor ou de terceiro: benefício econômico resulta da atuação preponderante de terceiro que não o investidor; e (vi) Oferta pública: esforço de captação de recursos junto a poupança popular. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Parecer de Orientação n.º 40/2022.

[420] Segundo consta no PA CVM nº 19957.009524/2017-4: "*O benefício econômico esperado resulta diretamente do resultado do empreendimento (e.g., participação nos resultados do empreendimento), sendo certo que o resultado advém em última análise dos esforços do empreendedor ou de terceiros, e não de fatores externos, que fogem ao domínio do empreendedor*". COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. PA CVM nº 19957.009524/2017-4, Dir. Rel. Gustavo Machado Gonzalez, julgado em 22/04/2019.

Mais recentemente, em julgamento de 9 de junho de 2020, no Processo Administrativo Sancionador CVM nº 19957.007994/2018-51, de relatoria do Diretor Gustavo Machado Gonzalez, a CVM estabeleceu pressupostos para caracterização de contratos coletivos de investimento, para fins de atrair a competência regulatória da Autarquia:

> ...o julgamento do Processo Administrativo CVM nº RJ2007/1159318[421], o Diretor Relator Marcos Barbosa Pinto elencou seis requisitos para a caracterização de determinados arranjos como contratos de investimento coletivo, que desde então têm orientado as análises da área técnica. São eles: (i) a existência de um investimento; (ii) a formalização do investimento em um título ou contrato, pouco importando, contudo, a natureza jurídica do instrumento ou do conjunto de instrumentos adotados; (iii) o caráter coletivo do investimento; (iv) o direito, decorrente do investimento, a alguma forma de remuneração; (v) que essa remuneração tenha origem nos esforços do empreendedor ou de terceiros que não o investidor; e (vi) que os títulos ou contratos sejam objeto de oferta pública.[422]

O conceito de contrato de investimento coletivo foi declaradamente transplantado dos Estados Unidos, inspirado na decisão da Suprema Corte dos Estados Unidos no caso *Securities and Exchange Commission* v. W. J. Howey Co. ("Howey"), julgado em 1946. O caso envolvia a oferta de pequenos terrenos nos quais seria desenvolvido o cultivo de laranja combinada com a contratação opcional de um contrato de prestação de serviço para cultivo e operação da propriedade.

As decisões da CVM não pretendem auxiliar na construção de um conceito fechado de valor mobiliário. Ao contrário, prestam-se a estabelecer as balizas para interpretação de valor mobiliário capazes de propiciar a competência regulatória da CVM num cenário de inovação e globalização financeira, atribuindo ao conceito um caráter instrumental.

Se, originariamente, valor mobiliário identificava-se com o conceito francês, restringindo-se aos títulos emitidos em massa por um empreendedor destinado à captação da economia popular para realização de investimentos cujas regras emanam em contrato ou lei, com o tempo, o conceito passou a abranger instrumentos financeiros muito

---

[421] COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2007/11593, Rel Dir. Marcos Barbosa Pinto, j. em 15.01.2008. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2020/19957007994_2018_51.pdf. Acesso em: 8 de dez. de 2023.

[422] COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo Administrativo Sancionador CVM nº 19957.007994/2018-51 – Voto – Página 12 de 17. Relator Gustavo Machado Gonzalez, j. 9 de junho de 2020. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/noticias/anexos/2020/20200609_PAS_CVM_SEI_19957_007994_2018_51_voto_diretor_gustavo_gonzalez.pdf. Acesso em 3 de dez. de 2023.

distintos da sua definição original, que não coincidem com as funções de investimento e financiamento, como, por exemplo, o caso dos derivativos, que podem se assemelhar à função de seguro.

A partir da introdução dos incisos VIII e IX no Art. 2º da Lei 6.385/76, não resta mais possível conceber uma descrição taxativa de valor mobiliário, nem mesmo se mostra possível atrelar o conceito à generalidade de títulos emitidos em massa por um empreendedor destinado à captação da economia popular para realização de investimentos cujas regras emanam em contrato ou lei.

Como decorrência do avanço da tecnologia no mercado de valores mobiliários e da interconexão dos mercados mundo afora, inserem-se mais ingredientes ao complexo quebra cabeças que representa a definição de valor mobiliário.

Com relação à natureza do investimento, a CVM se posiciona no sentido de que o aporte de capital em contrato de investimento coletivo pode ocorrer em dinheiro ou em outros bens suscetíveis de avaliação econômica, incluindo tecnologias como criptoativos e *tokens*.[423] Com relação às modalidades de criptoativos e suas classificações jurídicas com objetivo de definição de competência regulatória, posiciona-se a CVM:

> 34. Para fins da análise desse voto, não me parece necessário examinar em maior profundidade as distinções entre as três espécies de criptoativos. Faço apenas três registros.
>
> 35. O primeiro é que a classificação de um ativo digital como um payment token, um utility token ou um security token, dependerá não do seu rótulo, mas de sua função.
>
> 36. O segundo é que o criptoativo pode, a depender das suas características, configurar um contrato de investimento coletivo, cuja oferta pública no Brasil, por consequente, está sujeita a registro ou à dispensa de registro na CVM.
>
> 37. Por fim, cabe pontuar que oportunidades de investimentos em criptoativos que não configuram um contrato de investimento coletivo podem, a depender de suas características, consistir em contratos de investimento coletivo. Com efeito, o ativo ou a atividade em que os valores captados serão investidos é um

[423] COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. PAS CVM nº SP2007/111, Dir. Rel. Luciana Dias, j. em 11.11.2014; PA CVM no 19957.009524/2017-41, Dir. Rel. Gustavo Machado Gonzalez, j. em 22.04.2019; PAS CVM nº RJ2016/8381 (19957.008445/2016-32), Dir. Rel. Flavia Sant'Anna Perlingero, j. em 18.02.2020. *"O termo criptomoedas, por sua vez, vem sendo utilizado para designar ativos representados digitalmente com base em tecnologias descentralizadas e algoritmos criptográficos com finalidade de simular funções de moeda (meio de pagamento, unidade de conta e reserva de valor). A criptomoeda é usualmente referida como uma das três espécies de criptoativos, junto com o utility token e o security token. Importada da língua inglesa, a expressão "token" designa a representação do ativo digital. Em uma tradução livre, pode ser compreendida como sendo um "cupom digital"."* COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo Administrativo Sancionador CVM nº 19957.007994/2018-51 – Voto – Página 9 de 17. Relator Gustavo Machado Gonzalez, j. 9 de junho de 2020.

> aspecto de pouca relevância na análise acerca da caracterização, ou não, de um contrato de investimento coletivo.[424]

No tocante à formalização do investimento em um título ou contrato, a CVM adota posicionamento, caracterizado na Decisão proferida no âmbito do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2007/11593, no sentido de que a natureza jurídica do instrumento ou do conjunto de instrumentos adotados é irrelevante para fins da análise acerca da existência de um contrato de investimento coletivo.[425]

> O conceito de contrato de investimento coletivo pode abarcar negócios com diversos formatos nos mais variados setores. Com efeito, a diversidade de ativos e projetos nos quais os recursos captados mediante ofertas de contratos de investimento coletivo foram investidos no passado é prova eloquente de que a destinação dos recursos, isoladamente considerada, é fator de pouca ou nenhuma relevância para a análise acerca da existência de um CIC. Laranjas certamente não são valores mobiliários, assim como não o são quartos de hotel, vagas de garagem, bois e avestruzes, para ficar apenas em alguns dos exemplos mais famosos no Brasil.[426]

Com relação ao local onde o empreendimento é desenvolvido, segundo Decisão da CVM, a competência será atraída para proteção da poupança brasileira, ainda que o contrato de investimento seja registrado em outro país.

> 44. Do mesmo modo, o local onde o empreendimento será desenvolvido tende a ser irrelevante para o exame. As oportunidades de investimento ofertadas em Howey continuariam a ser valores mobiliários caso os laranjais não estivessem na Flórida, mas em São Paulo, assim como a busca da poupança brasileira para um investimento coletivo na engorda de boi pode configurar um contrato de investimento coletivo independentemente do local em que o gado irá pastar.
>
> Em resumo: pode haver contrato de investimento coletivo mesmo quando a totalidade dos recursos captados é aplicada em outro país na criação, desenvolvimento ou aquisição de ativos ou atividades que não estão sujeitos à disciplina da CVM. Afinal de contas, o conceito tem natureza instrumental e o regime mobiliário não busca proteger laranjas, quartos hotéis, bois ou criptoativos, mas a poupança brasileira.[427]

Para fins de caracterização de oferta pública, a CVM exige presença dos meios e instrumentos utilizados para fazer a proposta de investimento chegar aos

---

[424] COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo Administrativo Sancionador CVM nº 19957.007994/2018-51 – Voto – Página 10 de 17. Relator Gustavo Machado Gonzalez, j. 9 de junho de 2020.

[425] COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. PA CVM no 19957.009524/2017-41, Rel. Dir. Gustavo Machado Gonzalez, j. em 22.04.2019. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2019/20190422/0832__DGG.pdf. Acesso em: 8 de dez. de 2023.

[426] COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo Administrativo Sancionador CVM nº 19957.007994/2018-51 – Voto – Página 11 de 17. Relator Gustavo Machado Gonzalez, j. 9 de junho de 2020. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/noticias/anexos/2020/20200609_PAS_CVM_SEI_19957_007994_2018_51_voto_diretor_gustavo_gonzalez.pdf. Acesso em: 3 de dez. de 2023.

[427] *Ibid*.

potenciais investidores, com enquadramento no inciso III do § 3° do artigo 19 da Lei n° 6.385/1976, regulamentado pelo artigo 3° da Instrução CVM n° 400/2003.[428]

Com relação aos derivativos, sobretudo com aqueles de lastro em valores não mobiliários, o conceito de valores mobiliários ganha ainda maior complexidade, pois se distância do conceito geral tradicionalmente construído.

c) A problemática dos derivativos.

Os derivativos apresentam sistemática completamente diversa da tradicional sistemática de valor mobiliário, pois possuem originariamente a função de proteção e realocação de riscos (e não de captação de investimentos tal como os valores mobiliários) e, como se não bastasse, dentro do gênero de instrumentos financeiros designados genericamente sob a rubrica de derivativos, existem vários institutos com estruturas completamente diferentes entre si, tanto sob a ótica econômica, como sob a ótica jurídica e agora tecnológica[429]. Neste sentido, ressalta Eizirik:

> Especificamente quanto aos swaps, a doutrina ressalta o abismo existente entre eles e os valores mobiliários. Isto porque os swaps não são passiveis de negociação no mercado secundário, algo que, conforme verificado, é da essência dos títulos tradicionalmente considerados valores mobiliários.[430]

Yazbek identifica a definição típica de derivativo como instrumento financeiro que depende ou deriva de variável mais básica, que seria, geralmente, o preço de determinado ativo subjacente que pode ser um bem, uma taxa ou um índice. Respectiva definição, ainda segundo o autor, é econômica e esclarece muito pouco quanto às operações que abrange, pois carece de uma definição jurídica.[431] Na mesma linha de raciocínio posiciona-se Eizirik:

> A noção de derivativo não é jurídica, trata-se de termo traduzido literalmente do inglês ("derivative") de uso corrente na prática dos negócios desenvolvidos em mercado de futuro. Os derivativos são, genericamente, instrumentos financeiros cujo valor é derivado, resultante de outros instrumentos ou ativos financeiros, como a taxa de juros, índice de um mercado, contrato de opções, etc. Um derivativo constitui um contrato, ou mesmo dois contratos conexos,

---

[428] *Ibid*.

[429] Como é o caso dos criptoativos e tokens. De acordo com a IOSCO, tokenização é o processo de representar digitalmente um ativo ou propriedade de um ativo. Cf. INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS – IOSCO. IOSCO Research Report on Financial Technologies (Fintech), p. 51. Madrid, 2017. Disponível em: https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD554.pdf. Acesso em 04/09/2023.

[430] EIZERIK, Nelson. **Mercado de Capitais: Regime Jurídico**. 4ª Ed. São Paulo: Quartier Latin. 2019, p, 166.

[431] YAZBEK, Otávio, **Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais**. Rio de Janeiro: Elsevier. 2007. 2ª reimpressão, p. 106.

> ou um título cujo valor deriva, é resultado do valor de determinado ativo financeiro.[432]

A função originária do derivativo é a de proteção contra riscos provenientes de movimentos adversos oriundos de variações de preços do mercado a prazo (*hedge*).[433] A finalidade principal dos derivativos é a de conferir aos agentes econômicos mecanismo efetivo de proteção contra oscilação de preços futuros e estabilizar lucros e prejuízos.

Os derivativos, instrumentos de proteção no mercado de valores mobiliários, podem ser comparados aos instrumentos de proteção típicos da vida civil, a exemplo da demanda social pela criação de diversas espécies de seguros para proteção de danos oriundos dos riscos assumidos na vida civil (ex: desastres, doenças, morte, etc). Os derivativos mostram-se como instrumentos específicos para proteção contra danos gerados pelos riscos assumidos por participantes no mercado de valores mobiliários (ex: proteção contra oscilação de preços entre safras pelos produtores de café). O mercado de derivativos opera no mercado futuro destacando cinco funções básicas: auxiliar a administração de risco inerente ao comportamento do preço futuro, propiciar a difusão de preços, minimizar o impacto negativo de novas informações econômicas, diminuir a sazonalidade de preços entre safras e indicar o preço futuro do ativo.[434]

Os contratos derivativos podem ser negociados em Bolsa ou em Balcão. No primeiro caso, os contratos derivados são padronizados, os termos e as condições gerais são estabelecidos pela própria Bolsa e previamente aprovadas pela CVM na forma da Instrução CVM n.º 467/2008. Já no mercado de Balcão os contratos derivados são flexíveis, não padronizados e elaborados, em geral, por instituições financeiras de acordo com as necessidades específicas do cliente.

A criação de derivativos justifica-se como forma de atender a demandas específicas, quando as demandas não são uniformes, daí porque a dificuldade na sua regulação. São instrumentos de proteção criados sob medida das necessidades do cliente, constitui, de *per si*, portanto, em instrumento de inovação e engenharia capaz de

---

[432] EIZIRIK, Nelson. **Temas de Direito Societário**. Rio de Janeiro. Renovar. 2005, p. 429.
[433] EIZIRIK, Nelson. **Mercado de Capitais: Regime Jurídico**. 4ª Ed. São Paulo: Quartier Latin. 2019, p, 162.
[434] LOZARDO, Ernesto. Derivativos no Brasil. Fundamentos e Práticas. São Paulo: Bolsa de Mercadorias e Futuros. 1998.

proporcionar, em casos específicos, a distribuição de riscos que constituem a base do negócio. Nas palavras de Rachel Sztajn:

> A crescente complexidade das operações que compreendem acordos visando a, de forma eficiente, refinar e proteger as atividades econômicas, em gera para além das formas convencionais, ao combinar certos ativos com obrigações, servindo-se para tanto de derivativos de moedas e/ou crédito, dá origem aos derivativos sintéticos ou novos instrumentos financeiros diferentes de ações e debentures.[435]

A existência de operações estruturadas no mercado de valores mobiliários fundamentadas em diversificação de riscos mediante securitização de operações negociais complementa o próprio mercado, pois criam-se valores mobiliários nos quais a relação risco-retorno é alterada, por exemplo, pelo prazo de vencimento (maturação) ou tipo de ativo subjacente, e, assim, os retornos das operações passam a ser ajustados ao grau de diversificação dos atos negociais em função da propensão de risco de cada investidor.[436]

Na visão de Sztajn, a qualificação dos derivativos como valor mobiliário consistiu má decisão de política legislativa, pois enquanto os valores mobiliários representam participação no capital social de uma companhia ou parcela de dívida por ela emitida, os *swaps* ou as opções além de apresentarem a função de proteção contra riscos de volatilidade de preços no decurso do tempo, podem ser atrelados a sucessivas inovações de engenharia financeira, como é o caso das *swaptions.*[437]

Nos Estados Unidos há grande debate sobre a natureza jurídica dos derivativos, sobretudo aqueles negociados diretamente entre os particulares que não necessitam do recurso da Bolsa ou qualquer outro tipo de intermediação e que, em razão da função e da sistemática de negociação, não se enquadram diretamente em qualquer das áreas objeto de regulação no mercado financeiro: sistema bancário, *commodities*, *securities*. Os derivativos tramitam em zona cinzenta em termos regulatórios, entre a competência da *Securities Exchange and Comission* (SEC), encarregada da fiscalização dos mercados de valores mobiliários e da *Commodity Futures Trading Commission* (CFTC), que fiscaliza os mercados futuros.[438]

---

[435] SZTAJN, Raquel. **Sistema Financeiro**. Rio de Janeiro: Elsevier. 2011, p. 112.
[436] *Ibid*, p. 112
[437] *Swaptions* são opções de swap, que dão ao titular o direito de opção de trocar um fluxo de caixa por outro. Embora essas opções possam ser negociadas em diferentes contratos, o termo "swaption", normalmente, se refere a opções de swaps de taxa de juros.
[438] EIZIRIK, Nelson. **Mercado de Capitais: Regime Jurídico**. 4ª Ed. São Paulo: Quartier Latin. 2019, p. 164.

No Brasil, como em outros países, os derivativos desenvolveram-se no mercado, ao longo de anos, sem dispor de um regime jurídico próprio e sem a incidência de uma estrutura regulatória especializada. Assim, os negócios derivativos começaram a aparecer "*a partir de iniciativas esparsas da antiga Bolsa de Mercadorias de São Paulo (BMSP), que, fundada em 1917, já no ano seguinte de sua criação começou a negociar futuros de algodão*".[439]

Entre as décadas de 1970 e 1980, a BMSP lançou diversos derivativos relacionados ao agronegócio, lançando seu primeiro contrato de ativo financeiro, o ouro. No início dos anos 1980, as bolsas de São Paulo e Rio de Janeiro, começaram a desenvolver mercados futuros sobre ações individuais. Apenas em 1986, com a criação da Bolsa de Mercadorias e Futuros, o mercado futuro ganhou maior impulso no país. No mesmo ano, foi promulgado o Decreto-Lei n.º 2.286 que estabeleceu uma competência genérica do Conselho Monetário Nacional para regular o mercado dos derivativos. A Resolução CMN n.º 1.190/1986 distribuiu a competência regulatória dos derivativos para o Banco Central do Brasil e para a CVM, ficando esta última apenas encarregada de regular os derivativos cujo ativo subjacente represente um valor mobiliário.

Em 2001, com a edição da Lei n.º 10.303/2001 (resultado da conversão da Medida Provisória n.º 8 de 2001, posteriormente convertida na Lei n. 10.411/2002) e do Decreto n.º 3.995/2001, foram alterados diversos dispositivos da Lei n.º 6.385/1976, dentre os quais o art. 2º incisos VII e VIII, que colocou sob regulação de competência da CVM todos os derivativos, sejam eles derivados de negociações com valores mobiliários ou não.

A doutrina mostra-se implacável quando a inadequação dos incisos VII e VIII do Art. 2º da Lei 6.385/1976.[440] Primeiro porque não se visualiza coerência em estipular dois incisos para tratar da competência regulatória dos derivativos pela CVM. O inciso VII inclui os derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários, como categoria de valor mobiliário sob regulação de competência da CVM. Já o inciso

---

[439][439] YAZBEK, Otávio. **Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais**. Rio de Janeiro: Elsevier. p. 127.

[440] Neste sentido: "*cumpre adotar a desnecessidade de dois incisos para abranger os derivativos, quando um único dispositivo genérico bastava*". EIZIRIK, Nelson. **A nova Lei das Sociedades Anônimas**. Editora Saraiva, São Paulo, 2002, p. 483. Na mesma linha: *"...os novos dispositivos pecam por remeter a uma categoria que não é apenas externa ao ordenamento jurídico, mas também tem conteúdo variável: os derivativos."*. YAZBEK, Otávio. **Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais**. Rio de Janeiro: Elsevier. 2007, p. 128.

VIII afirma serem valores mobiliários de competência regulatória da CVM "*outros derivativos, independente dos ativos subjacentes"*. Segundo porque dentro da categoria "derivativos" encontra-se uma pluralidade das mais diversas formas contratuais capazes de personalizar a alocação do risco às mais diversas espécies de negócios, de forma que o conceito de derivativos possui conteúdo variável, apenas serve para designar possibilidades contratuais direcionadas à alocação do risco. Em terceiro, porque muitos dos derivativos são contratos *intuito personae*, incompatíveis com a distribuição pública, com a livre negociação no mercado secundário.

De qualquer sorte, fato é que a partir da Lei nº 10.198/2001, foi alterado o Art. 2º da Lei 6.385/1976 que ampliou o conceito de valor mobiliário no Brasil, passando a incluir os derivativos, atribuindo a competência regulatória integral da matéria à CVM.

A partir da classificação legal da natureza jurídica dos derivativos como valor mobiliário, fruto da edição da Lei nº 10.303/2001, cabe ao órgão regulador CVM conciliar e compreender as diferenças entre os derivativos e os demais valores mobiliários, visando garantir a eficiência e eficácia no dever regulatório que lhe foi conferido.

Sobre o desafio regulatório dos derivativos, segue Decisão do Colegiado no Processo Administrativo Sancionador CVM RJ nº 2003/0499, de 28 de agosto de 2003, de relatoria do Diretor Luiz Antônio de Sampaio Campos:

> O grande desafio que a CVM vai encontrar, neste particular, futuramente, é notar as diferenças que existem entre a forma de regular derivativos e outros valores mobiliários. E reconhecer ainda que nem todos os derivativos devem ser regulados da mesma forma e saber que não regular também é uma decisão regulatória. Também deverá reconhecer as diferenças regulatórias evidentes entre os derivativos ofertados publicamente e aqueles que apenas são negociados em mercados, sem oferta pública. Deverá também saber avaliar as diferenças entre os derivativos negociados em bolsa e aqueles negociados em mercado de balcão.[441]

Neste voto, merece nota a afirmação do julgador no sentido de que: *"...não regular também é uma decisão regulatória"*, indicando uma escolha regulatória pela não definição estanque do conceito de valor mobiliário.

---

[441] COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo Administrativo Sancionador CVM RJ nº 2003/0499. DJ: 28 de agosto de 2003. Voto Relator. Diretor Luiz Antônio de Sampaio Campos. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0001/4149-0.pdf. Acesso em: 8 de dez. de 2023.

d) A "escolha" regulatória de "não regular":

Se por um lado mostra-se de extrema relevância a definição do campo jurídico de regulação da CVM (propiciando a delimitação do objeto de regulação, definição das competências regulatórias e delimitação do poder-dever regulatório); não regular o conceito fechado de derivativo mostra-se uma decisão regulatória, conforme bem apontado pelo outrora Diretor da CVM Luiz Antônio de Sampaio Campos (PAS-CVM RJ 2003/0499).

As inovações financeiras constituem uma necessidade e uma realidade mutante no mercado de valores mobiliários, razão porque definições legislativas estanques deixarão espaço para fuga regulatória, mostrando-se mais adequada a construção de parâmetros legais e a avaliação individualizada do caso concreto.

Ilustra-se a defesa utilizada por acusados de realizarem oferta pública irregular de valores mobiliários, com infração ao disposto no § 1º do Artigo 19 da Lei no 6.385/1976. Segundo consta, o acusado teria, primeiramente, ofertado publicamente em seu website, oportunidades de investimento no mercado Forex[442] em outros países e, em um segundo momento, em criptomoedas, sempre por meio de uma SCP."[443]

---

[442] As operações no chamado mercado de Forex têm como característica a expectativa de variação do valor de troca entre duas moedas. Por tal motivo, os contratos de Forex sem liquidação por meio de entrega física de moeda são considerados como contratos derivativos, estando, por conseguinte, sujeitos à supervisão da CVM. Ofertas de investimentos no mercado de Forex já foram objeto de dois outros PAS julgados pelo Colegiado da CVM: o PAS CVM nº SP2007/12013 e o PAS CVM nº SP2007/11114. Naqueles casos, os acusados foram condenados por terem captado clientes para realizar investimentos no exterior com valores mobiliários (infração ao artigo 16, III, da Lei no 6.385/1976), e não porque os contratos de investimento coletivo foram caraterizados como valores mobiliários ofertados publicamente sem registro perante a CVM (infração ao artigo 19, §1º, da Lei no 6.385/1976).

[443] Trata-se do PAS CVM n.º 19957.007994/2018-51. Os acusados, empresa G44 e sócios, mantinha página da Interne www.g44.com.br com "apresentação de negócios", contendo oportunidades de investimento, com destaque para o mercado Forex e com a possibilidade de combinar tais negócios com a compra de Bitcoins, gerando oportunidades de ganho tanto na alta como na queda de moedas estrangeiras. Na descrição da empresa, Salem Zaheer era apontado como seu CEO e fundador, sendo "o quarto maior trader profissional do mercado financeiro mundial", com 20 anos de experiência no mercado Forex e que, "após algumas visitas ao Brasil, atraído pela expressiva quantidade de investidores, resolveu trazer seu know-how e sua empresa para se fixar no país. Os acusados alegam que seria uma empresa "que atua investindo em mineração de ouro, esmeraldas e inoex (exchange de criptomoedas), assim como, no seguimento de arbitragem e trader, no mercado de criptomoedas". Segundo a G44, "o interessado em participar desse tipo de negócio, faz a sua adesão, através de contrato de sociedade em conta de participação – SCP". A sociedade seria conduzida exclusivamente pelo sócio ostensivo, cabendo aos demais sócios apenas participar dos resultados obtidos. Alega, ainda, a G44 que "a oferta de bitcoins não possui a natureza jurídica de valor mobiliário na feição de contrato de investimento coletivo, e nesse sentido, sua oferta pública não atrai a competência da" CVM. Nesse sentido, a G44 não emitiria, ofereceria, e nem negociaria títulos ou valores mobiliários, bem como não captaria de investidores para a realização de operações no mercado Forex. Nos documentos apresentados, consta que a denominação social da G44 passou a ser "G44 BRASIL S.A. INVESTIMENTOS CORRETORA DE CAMBIO, TITULOS E VALORES MOBILIÁRIOS". Todavia, a G44 não detinha qualquer autorização do Banco Central do Brasil. A Acusação também aponta a existência

Entre os argumentos de defesa, os acusados alegam que a empresa acusada foi constituída para viabilizar investimentos em setores não regulados.[444] Quanto a alegação da defesa de que sua atividade estaria a sombra da regulação CVM por não configurar valor mobiliário, ressaltou o Relator a natureza instrumental do conceito que se presta a coibir prática de fraudes e a proteger a poupança brasileira:

> 43. O conceito de contrato de investimento coletivo pode abarcar negócios com diversos formatos nos mais variados setores. Com efeito, a diversidade de ativos e projetos nos quais os recursos captados mediante ofertas de contratos de investimento coletivo foram investidos no passado é prova eloquente de que a destinação dos recursos, isoladamente considerada, é fator de pouca ou nenhuma relevância para a análise acerca da existência de um CIC. Laranjas certamente não são valores mobiliários, assim como não o são quartos de hotel, vagas de garagem, bois e avestruzes, para ficar apenas em alguns dos exemplos mais famosos no Brasil.
> 44. Do mesmo modo, o local onde o empreendimento será desenvolvido tende a ser irrelevante para o exame. As oportunidades de investimento ofertadas em Howey continuariam a ser valores mobiliários caso os laranjais não estivessem na Flórida, mas em São Paulo, assim como a busca da poupança brasileira para um investimento coletivo na engorda de boi pode configurar um contrato de investimento coletivo independentemente do local em que o gado irá pastar17.
> 45. Em resumo: pode haver contrato de investimento coletivo mesmo quando a totalidade dos recursos captados é aplicada em outro país na criação, desenvolvimento ou aquisição de ativos ou atividades que não estão sujeitos à disciplina da CVM. Afinal de contas, o conceito tem natureza instrumental e o regime mobiliário não busca proteger laranjas, quartos hotéis, bois ou criptoativos, mas a poupança brasileira.[445]

O mercado de valores mobiliários é um mercado essencialmente dinâmico, inovador e imbricado com outros mercados no âmbito internacional. No cenário global, as discussões sobre a regulação de novos ativos são constantes.

---

de vídeos no canal da G44 no YouTube que demonstrariam a continuidade de captação de investidores pela empresa, em que se explica como os investidores devem encaminhar comprovantes de depósitos para adquirir cotas do empreendimento20, quais são os planos de investimento disponíveis com a promessa de rentabilidade mensal entre 4,5 e 9%. (CVM. PAS n.º 19957.007994/2018-51. Relator Gustavo Gonzalez. Rio de Janeiro, 9 de junho de 2020).

[444] Alegaram os acusados que nunca teriam realizado oferta de valores mobiliários relacionados ao mercado de Forex, tendo sido constituída para viabilizar investimentos em setores não regulados, tais como Forex e criptomoedas. O acusado alega que realizava operações no mercado internacional de Forex com recursos de terceiros, em razão do interesse dos investidores em atuar nesse mercado. Com isso, foi criado um sistema, por meio de uma SCP, para que os terceiros entregassem seus recursos à empresa para que esta aplicasse, discricionariamente e em nome próprio, no mercado Forex internacional. Por serem investimentos realizados no exterior, a G44 entendia que tais operações não eram reguladas pela CVM. A remuneração da G44 era variável, conforme o retorno obtido, sendo transferido para o investidor o resultado do investimento, deduzidos os custos das operações e a remuneração da G44. Portanto, a G44 realizava gestão discricionária de recursos de terceiros, o que não consubstanciaria infração ao § 1º, do artigo 19, da Lei no 6.385/1976.

[445] (CVM. PAS n.º 19957.007994/2018-51. Relator Gustavo Gonzalez. Rio de Janeiro, 9 de junho de 2020).

A CVM precisa ser receptiva às novas tecnologias que contribuem e influenciam positivamente para a evolução do mercado de valores mobiliários. A assimilação de novas tecnologias deve ser feita como uma forma de ampliação de horizontes.

A depender da sua natureza e características, os serviços ou ativos desenvolvidos serão submetidos à competência da CVM. Caso sejam emitidos valores mobiliários com fins de distribuição pública, tanto os emissores quanto a oferta pública estarão sujeitos à regulamentação aplicável.[446]

Um exemplo de tecnologia que tem desafiado a competência regulatória da CVM é o criptoativo. A OCDE reconhece a necessidade de orientação sobre os ativos digitais mundo afora.[447]

Segundo a CVM, criptoativos (ou "ativos digitais") são ativos representados digitalmente, protegidos por criptografia, que podem ser objeto de transações executadas e armazenadas por meio de tecnologias de registro distribuído *(Distributed Ledger Technologies – DLTs)*. Geralmente, os criptoativos (ou a sua propriedade) são representados por *tokens*, que são títulos digitais intangíveis.[448]

Frente a novos instrumentos financeiros, a competência da CVM é atraída na medida em que passam a ser ofertados publicamente e negociados no mercado de valores mobiliários.

---

[446] Cf. Decisão do Colegiado da CVM. PA nº 19957.010938/2017-13, de 30/01/2018.

[447] A Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) alerta para a urgência regulatória gerada pelos ativos digitais, sugerindo instrumentos de orientação: "*The growing application of DeFi and its increasing interconnectedness with traditional markets presents an urgent challenge for policy makers seeking to maximise DeFi's potential efficiencies for financial markets, while managing risks*" e "*These efforts should be supported by the promotion of soft-law instruments, such as recommendations, to raise awareness and good practices. It is crucial that we promote greater international policy collaboration and discussion to overcome these challenges, particularly at the cross-border level, and to avoid regulatory arbitrage*" ("*A crescente aplicação do DeFi e a sua crescente interligação com os mercados tradicionais apresenta um desafio urgente para os decisores políticos que procuram maximizar as eficiências potenciais do DeFi para os mercados financeiros, ao mesmo tempo que gerem os riscos" e "Estes esforços devem ser apoiados pela promoção de instrumentos de soft law, tais como recomendações, para aumentar a conscientização e boas práticas. É crucial que promovamos uma maior colaboração e discussão política internacional para superar estes desafios, especialmente a nível transfronteiriço, e para evitar a arbitragem regulamentar.")(*OCDE, "Why Decentralised Finance (DeFi) Matters and the Policy Implications", 2022, disponível em https://www.oecd.org/daf/fin/financial-markets/Why-Decentralised-Finance-DeFi-Matters-and-the-Policy-Implications.pdf, último acesso em 26/08/2022). Tradução livre.

[448] COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Parecer de Orientação n.º 40/2022.

Exatamente em razão da ausência de um conceito fechado e estanque para "valor mobiliário" é que não se faz necessária a alteração legislativa a cada nova inovação financeira para atrair a competência regulatória da CVM.

O conceito de valor mobiliário tem natureza instrumental e objetiva delimitar o regime mobiliário e, consequentemente, a competência regulatória da CVM[449]. Dessa forma, nas hipóteses em que um determinado criptoativo for utilizado como valor mobiliário, os emissores e demais agentes envolvidos estão obrigados a cumprir as regras estabelecidas para o mercado de valores mobiliários, sujeitos à regulação CVM.

Assim, ainda que os criptoativos não estejam expressamente incluídos nos incisos do Art. 2º da Lei nº 6.385/76, é preciso analisar as características de cada criptoativo com o objetivo de determinar se é valor mobiliário e, portanto, se sobre ele recairá ou não a regulação CVM. A análise demanda a seguinte avaliação: (i) se o ativo digital constitui a representação de algum dos valores mobiliários previstos taxativamente nos incisos I a VIII do art. 2º da Lei nº 6.385/76 e/ou previstos na Lei nº 14.430/2022 (por exemplo: certificados de recebíveis em geral – se atuaria como derivativo); ou (ii) se o ativo digital se enquadra no conceito aberto de valor mobiliário do inciso IX do Art. 2º da Lei nº 6.385/76, na medida em que seja contrato de investimento coletivo.

Considerando a inovação e dinamismo que permeiam o sistema financeiro em âmbito mundial, o conceito aberto e instrumental de valor mobiliário considera-se estratégico para atrair a competência regulatória da CVM de imediato a cada novo instrumento financeiro ofertado publicamente.

A atuação rápida da CVM em casos de ofertas públicas de valores mobiliários (especialmente considerando a rapidez e o grande alcance das ofertas em ambiente digital), sem necessidade de legislação prévia específica e pontual sobre a ativo determinado, propicia um ambiente favorável ao desenvolvimento das inovações financeiras, com integridade e com aderência a princípios constitucionais e legais relevantes: (i) proteção do investidor e da poupança popular; (ii) prevenção e o combate à lavagem de dinheiro, (iii) prevenção e combate à corrupção; (iv) controle à evasão

[449] Ver PA CVM nº RJ2003/0499, Dir. Rel. Luiz Antonio Sampaio Campos, julgado em 28/08/2003.

fiscal; (v) prevenção à fuga regulatória; e (vi) prevenção e combate ao financiamento do terrorismo e/ou proliferação de armas de destruição em massa.

2.13. Estrutura legislativa sancionadora.

Segue-se com as principais leis que formam a estrutura legislativa sancionadora vigente sob a regulação do mercado de valores mobiliários.

2.13.1.1. Lei que cria e dispõe sobre o Mercado de Valores Mobiliários (Lei n.º 6.385/1976)

Conforme já delineado no Capítulo 2.1., inicialmente, a Lei n.° 4.728/65 organizou o mercado de capitais[450], sob a disciplina do Conselho Monetário Nacional, cabendo a fiscalização ao Banco Central do Brasil. À época, o legislador entendeu que o mercado de capitais, então incipiente, não justificava a criação de um órgão especializado para fiscalização. O Banco Central, recém-instalado, mostrava-se o órgão indicado para exercer a função. Entretanto, com o crescimento das necessidades de estímulo e ordenação da poupança privada para incentivo da economia, não mais se mostrou adequado que o Banco Central, cuja função precípua era a gestão de moeda, crédito, dívida pública e balanço de pagamentos, cumulasse atribuições de fiscalização do mercado de capitais.

Neste contexto foi editada, em 1976, a Lei n.º 6.385 que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e instituiu a Comissão de Valores Mobiliários, regulando a emissão e distribuição desses valores, a negociação e intermediação no mercado, a organização, o funcionamento e as operações das bolsas de valores, entre outras atividades correlatas (Artigo 1°).

---

[450] Opta-se, neste estudo, pelo uso técnico do termo "mercado de valores mobiliários" ao invés de "mercado de capitais", após a edição da Lei n.º 6.385/76 que cria a CVM e disciplina o mercado de valores mobiliários. A Lei n.º 4.728 de 14 de julho de 1965, que disciplinava o mercado de capitais e estabelecia medidas para o seu desenvolvimento, servia-se da expressão "mercado de capitais" como sinônimo da expressão "mercado de valores mobiliários". O uso de tal expressão mostrava-se adequada porque a época, o termo "valor mobiliário" coincidia com o conceito de "capital" negociado pelo investidor neste mercado, ou seja, título negociável emitido por pessoas jurídicas, de transmissão via registro ou tradição, conferindo direitos de remuneração ou participação aos titulares. Com a ampliação legislativa do conceito de "valor mobiliário", que passa a incorporar os derivativos (termo que designa inúmeras possibilidades contratuais direcionadas à alocação do risco, com possibilidade de desempenhar funções diferentes de investimento, como a de seguro); o uso do termo "mercado de capitais" revela-se incompleto por não abarcar conceitualmente todas as possibilidades de ativos negociações neste mercado, razão porque entende-se mais adequado o uso da expressão "mercado de valores mobiliários". Neste sentido, se observa que a própria Lei n.º 6.385 de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários, não utiliza mais a expressão "mercado de capitais". A partir da edição da Lei n.º 6.385/76, o legislador abandona o termo "mercado de capitais" e passa a utilizar a expressão "mercado de valores mobiliários".

Na redação original do Art. 2º da Lei 6.385/76, à CVM competia regular valores mobiliários, que consistiam taxativamente em: títulos emitidos pelas companhias ou sociedades anônimas: ações, partes beneficiárias e debêntures; cupões desses títulos; bônus de subscrição; certificados de depósito de valores mobiliários; e outros, a critério do Conselho Monetário Nacional.

O Artigo 4º, na redação original da Lei n.º 6.385/1976, dispunha sobre os fins para os quais o Conselho Monetário Nacional e a Comissão de Valores Mobiliários deveriam exercer as atribuições legais, circunscrevendo-lhes o campo de discricionariedade.

A Comissão de Valores Mobiliários se estruturava na qualidade de autarquia vinculada ao Ministério da Fazenda (Art. 5°), administrada por um presidente e quatro diretores, nomeados pelo Presidente da República, demissíveis *ad nuttum*. O Presidente da Comissão integrava o Conselho Monetário Nacional (Art. 6°).

No exercício das suas atribuições de organização e fiscalização do mercado de valores mobiliários, a Comissão de Valores Mobiliários poderia: examinar registros contábeis, livros e documentos das pessoas sujeitas a sua fiscalização; intimá-las a prestar informações ou esclarecimentos, sob pena de multa; requisitar informações de órgãos públicos, autarquias e empresas públicas; determinar às companhias abertas a republicação de demonstrações financeiras e outros dados; apurar infrações, mediante inquérito administrativo; e aplicar penalidades, previstas no Artigo 11 da Lei (Art. 9°).

Compunham o sistema de distribuição de valores mobiliários as seguintes organizações: instituições financeiras e demais sociedades que tenham por objeto distribuir emissão de valores mobiliários; sociedades que tenham por objeto a compra de valores mobiliários em circulação no mercado, para os revender por conta própria; profissionais autônomos e as sociedades que exerçam atividade de mediação ou corretagem no mercado de valores mobiliários; bolsas de valores (Art. 13).

O exercício de atividades no sistema de distribuição era então condicionado à autorização ou registro, concedidos pela Comissão de Valores Mobiliários (Art. 14), observadas as normas gerais fixadas pelo Conselho Monetário Nacional (Art. 16, I).

O Art. 17 da Lei regulava a emissão pública de valores mobiliários no mercado, proibindo qualquer atividade de distribuição (oferta, subscrição, venda, etc.), sem que a emissão esteja registrada na CVM, com objetivo de obrigar a companhia emissora a revelar ao mercado fatos relativos à sua situação econômica e financeira, possibilitando aos investidores uma avaliação correta dos títulos oferecidos.

Na forma do Art. 19, §1º, só os valores mobiliários emitidos por companhia registrada na CVM poderiam ser negociados na bolsa e no mercado de balcão (Art. 19, § 1.°), de forma a que todos os investidores tenham à disposição informações atualizadas sobre a companhia emitente, mitigando a utilização abusiva de informações privilegiadas por parte dos que as tenham obtido em virtude da posição que ocupem na empresa (acionista controlador e administrador, principalmente), com o fim de auferir vantagem na negociação dos títulos.

Na forma do Art. 20, a CVM possuía poderes para expedir normas sobre companhias abertas (cujos valores mobiliários estejam admitidos à negociação na bolsa ou no mercado de balcão), sobre informações que as companhias devem divulgar, sobre a compra e venda de ações emitidas pela própria companhia e a outras matérias, medidas estas que integram o sistema de proteção do público investidor.

A Lei n.º 6.385/76 ainda contemplava normas sobre: a administração de carteiras de valores mobiliários de outras pessoas (Art. 21); a custódia de valores mobiliários (Art. 22); a auditoria externa das companhias abertas (Art. 24); e os serviços de consultores e analistas de valores mobiliários (Art. 25).

O Artigo 26 previa um sistema de intercâmbio de informações entre CVM e Banco Central do Brasil com objetivo de evitar repetição de serviços relativos à fiscalização que exerçam.

Entre as alterações mais significativas da Lei n.º 6.385/1976, destacam-se a edição da Lei, n.º 9.457/1997, Lei n.º 10.303/2001 e Lei n.º 10.411/2002.

A Lei n.º 9.457/1997 incluiu seis parágrafos no Art. 11 da Lei n.º 6.385/76, para prever o termo de compromisso no mercado de valores mobiliários como instrumento regulatório, com aptidão para suspensão do processo administrativo sancionador desde que o colaborador cumprisse com as obrigações assumidas no termo e acordo.

A Lei n.º 10.303/2001 modificou substancialmente a Lei n.º 6.385/1976, mormente, a redação dos Artigos 1º e 2º, alterando a competência da CVM, ao definir critério objetivo e critério subjetivo de incidência da regulação. Quanto ao critério objetivo para definição de competência regulatória, cabe à CVM a regulação de valor mobiliário, sem que a Lei lhe atribua, todavia, conceituação estanque (Art. 2º, incisos VII e VIII da Lei n.º 6.385/1976). A partir de 2001, portanto, a CVM passa a adotar a definição de caráter instrumental de valor mobiliário, ampliando o campo de regulação.

Quanto ao critério subjetivo para definição de competência regulatória, a Lei n.º 10.303/2001 altera o Artigo 1º, que dispõe de um rol de entes cuja regulação é de sua competência, como é o caso das Bolsas de Valores, Bolsas de Mercadorias e Futuros, das companhias de capital aberto emissoras de valores mobiliários, administradores de carteiras, corretoras, empresas de auditorias de companhias abertas, prestadores de serviços de consultoria, analistas de valores mobiliários, distribuidores de valores mobiliários.

Ademais, a Lei n.º 10.303/2001 ampliou os poderes de supervisão e fiscalização da CVM, como, por exemplo, ao conceder-lhe a prerrogativa de examinar e extrair cópias de registros contábeis, livros ou documentos, inclusive programas eletrônicos e arquivos magnéticos, ópticos ou de qualquer outra natureza, bem como papéis de trabalho de auditores independentes, de entes participantes do mercado (Art. 9º, inciso I); aumentou os instrumentos de execução para exercício das suas funções no âmbito regulatório, como, por exemplo, ao conferir-lhe prerrogativas de suspender negociações de determinados títulos, suspender ou cancelar habilitações, proibir a prática de determinados atos no mercado (Art. 9º, §1º da Lei 6.385/76), bem como ampliou a competência sancionatória para abranger sua atuação sobre condutas fraudulentas no mercado de valores mobiliários cujos efeitos ocasionem danos a pessoas residentes no território nacional, independentemente do local em que tenham ocorrido, ou cujos atos ou omissões relevantes tenham sido praticados em território nacional (Art. 10); e amplia a possibilidade de convênios com órgãos similares de outros países, ou com entidades internacionais, para assistência e cooperação na condução de investigações para apurar transgressões às normas atinentes ao mercado de valores mobiliários ocorridas no País e no exterior (Art. 10-A).

Já a Lei n.º 10.411/2002 conferiu maior autonomia e independência aos dirigentes da CVM, alterando o Artigo 6º da Lei 6.386/1976 e amplia o poder normativo da CVM ao alterar o Art. 18, inciso I alíneas a, b, c, d, f, h da Lei n.º 6.385/1976.

A Lei n.º 11.638/2017 incluiu o Art. 10-A e estabeleceu a possibilidade de celebração de convênios entre CVM e entidades que tenham por objeto estudo, divulgação de princípios, normas e padrões de contabilidade e de auditoria.

A Lei n.º 12.453/2011 incrementou regras sobre derivativos, alterando os Artigos 2º, §4º, art. 3º, inciso VI, alíneas "a" e "b", parágrafos 1º e 2º.

2.13.1.2. Lei que dispõe sobre a Sociedade por Ações (Lei n.º 6.404/1976)

A Lei n.º 6.404/1976 dispõe sobre as Sociedades por Ações e foi editada com o objetivo de criar a estrutura jurídica necessária ao fortalecimento do mercado de valores mobiliários, tido, à época, como imprescindível à sobrevivência da empresa privada.

Segundo a exposição de motivos, a mobilização da poupança popular e o seu encaminhamento voluntário para o setor empresarial exigem o estabelecimento de uma sistemática que assegure ao acionista minoritário o respeito a regras definidas e eqüitativas, as quais, sem imobilizar o empresário em suas iniciativas, ofereçam atrativos suficientes de segurança e rentabilidade. A Lei dispõe sobre companhias de capital aberto, características e natureza da companhia, formação, constituição e estruturação das sociedades anônimas; ações, com suas espécies e classes; partes beneficiárias, debêntures e bônus de subscrição; acionistas e seus direitos; assembléia-geral, conselho de administração, diretoria e conselho fiscal; lucros, reservas e dividendos; dissolução, liquidação e extinção da companhia; transformação, incorporação fusão e cisão; sociedades coligadas, controladoras e controladas e grupos de sociedades.

Entre os princípios norteadores da Lei n.º 6.404/76, apresentados na exposição de motivos, destacam-se:

> a) ampla liberdade para o empresário escolher os valores mobiliários que melhor se adaptem ao tipo de empreendimento e às condições do mercado, num grande espectro de alternativas que vai da disciplina das novas ações, com ou sem valor nominal, à criação das várias espécies de debêntures, bônus de subscrição e partes beneficiárias (estas conservadas, porém com limitações);
>
> b) a essa liberdade devem corresponder regras estritas de responsabilidade dos administradores, de direito e de fato (o acionista controlador);

> c) a modernização da estrutura jurídica da grande empresa não pode ser imposta inopinadamente, mas exige um período mais ou menos longo para ser absorvida por empresários, pelo mercado e pelos investidores; daí o Projeto ter adotado, sempre que possível, a forma de opções abertas à empresa, que as adotará se e quando julgar conveniente (títulos novos, formas de administração, grupamentos de empresas e outros), não obstante as normas de proteção ao minoritário se revestirem de caráter cogente (comportamento e responsabilidade dos administradores, informações ao público, direitos intangíveis dos acionistas e outras);
>
> (...)
>
> e) a pequena e média empresas, que revestem a forma de sociedades anônimas fechadas, podem, em sua estrutura fundamental, continuar a funcionar como existem, sob o império da lei vigente; mais ainda, buscou-se dar-lhes maior flexibilidade (adoção de espécies de ações ordinárias, facilidades nas publicações a serem feitas em resumo, etc.) e, correlatamente, instrumentá-las para servirem de suporte adequado para a formação de empreendimentos comuns (joint ventures).
>
> f) atento ao fato básico de que as instituições mercantis - sobretudo na escala que a economia moderna lhes impõe - revestem-se de crescente importância social, com maiores deveres para com a comunidade em que vivem e da qual vivem, o Projeto introduziu o fato novo do dever de lealdade dessas instituições, imposto como norma de comportamento a controladores e administradores, para com o país; nesse dever estão igualadas empresas nacionais ou estrangeiras que aqui funcionem, de forma a construir o embasamento legal para um Código de Ética da grande empresa, nacional ou multinacional, o qual tende a constituir-se em imperativo da ciência universal;
>
> g) os institutos novos para a prática brasileira - grupamento de sociedades, oferta pública de aquisição de controle, cisão de companhias e outros - estão disciplinados de forma mais simplificada para facilitar sua adoção, e no pressuposto de que venham a ser corrigidos se a prática indicar essa conveniência; as leis mercantis, sobretudo numa realidade em transformação, como é a do mundo moderno e especialmente a do Brasil, não podem pretender a perenidade, têm necessariamente vida curta, e o legislador deverá estar atento a essa circunstância para não impedir o seu aperfeiçoamento, nem deixar em vigor as partes legislativas ressecadas pelo desuso.[451]

2.13.1.3. Lei Dispõe sobre o processo administrativo sancionador na esfera de atuação do Banco Central do Brasil e da Comissão de Valores Mobiliários (Lei n.º 13.506/2017).

Em matéria sancionatória, foi editada a Lei n.º 13.506/2017 que dispõe sobre o processo administrativo sancionador (PAS) na esfera de atuação do Banco Central do Brasil e da Comissão de Valores Mobiliários. A Lei disciplina, entre outros aspectos, as infrações, penalidades, medidas coercitivas, acordo administrativo em processo de supervisão, meios alternativos de solução de controvérsias aplicáveis aos participantes do

[451] BRASIL. Exposição de Motivos n.º 196 de 24 de junho de 1976, do Ministério da Fazenda. Disponível em: https://www.gov.br/cvm/pt-br/acesso-a-informacao-cvm/institucional/sobre-a-cvm/EM196Lei6404.pdf. Acesso em: 8 de maio de 2023.

mercado de valores mobiliários, além de descrever o rito processual a ser observado nos processos administrativos sancionadores, no âmbito da CVM.[452]

A Lei n.º 13.506 atribui competência à CVM para disciplinar as penalidades, medidas coercitivas, os meios alternativos de solução de controvérsias e o processo administrativo sancionador no âmbito da Autarquia.

a) *Resolução que dispõe sobre o rito dos procedimentos relativos à atuação sancionadora no âmbito da Comissão de Valores Mobiliários (Resolução CVM n.º 45/2021)*

Foi editada a Resolução CVM n.º 608/2019, posteriormente revogada pela Resolução CVM n.º 45/2021 (alterada pelas Resoluções n.º 65/22, 162/22 e 179/23)[453], que regulamenta a Lei n.º 13.506/2017, sobre processo administrativo sancionador, em especial, sobre a apuração de infrações administrativas, o rito dos processos administrativos sancionadores, a aplicação de penalidades, o termo de compromisso e o acordo administrativo em processo de supervisão no âmbito da Comissão de Valores Mobiliários, relativos à atuação sancionadora no âmbito da Comissão de Valores Mobiliários.

b) *Resolução que dispõe sobre multas cominatórias aplicadas pela CVM (Resolução CVM n.º 47/2021)*

A Resolução CVM n.º 47/2021 (alterada pelas Resoluções n.º 60/22 e 159/22)[454] regula a imposição de multas cominatórias pela CVM às pessoas que deixarem de prestar as informações periódicas ou eventuais exigidas em atos normativos, ou que deixarem de cumprir ordens específicas emitidas pela CVM (Art. 1º).

---

[452] As infrações relacionadas à prevenção de lavagem de dinheiro e ao combate ao financiamento e terrorismo, previstas na Lei n.º 9.613/1998, continuam sujeitas as penalidades nela previstas. Os demais aspectos da nova legislação, inclusive os relativos ao rito processual e à utilização dos demais instrumentos, passam também a ser aplicados a infrações de PLD. Voto 247/2017 – BCB de 14 de novembro de 2017. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadVoto.asp?arquivo=/Votos/BCB/2017247/Voto_2472017_BCB.pdf. Acesso em: 9 de maio de 2023.

[453] COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. RESOLUÇÃO N.º 45 de 31 de agosto de 2021, alterada pelas Resoluções n.º 65/22, 162/22 e 179/23. Brasília: DF. Diário Oficial. 2021. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol045.html. Acesso em: 8 de dez. de 2023.

[454] COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. RESOLUÇÃO N.º 47 de 31 de agosto de 2021. Dispõe sobre multas cominatórias aplicadas pela CVM, e revoga a Instrução CVM nº 608, de 25 de junho de 2019. Brasília: DF. Diário Oficial. 2021. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol047.html. Acesso em: 8 de dez. de 2023.

2.13.1.4. Normas setoriais CVM:

Com relação ao Direito Administrativo Sancionador no âmbito da CVM, as regras regulatórias estão previstas em Resoluções editadas para cada setor, são eles: a) Companhias, b) Fundos de Investimento; c) Carteira Administrada; d) Corretoras de Títulos Mobiliários (CTVMs) e as Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários (DTVMs); e) Analista de Valores Mobiliários; f) Assessor de Investimentos; g) Consultor de Valores Mobiliários; h) Auditor Independente; i) Agência Classificadora de Risco de Crédito (Rating); j) Clubes de Investimento.

a) Companhias.

As Resoluções CVM n.º 44/2021[455], n.º 160/2022[456], n.º 80/2022[457], n.º 81/2022[458], n.º 78/2022[459], n.º 77/022[460] dispõem sobre organização, funcionamento, administração, operações de transformação, divulgação e uso de informações, ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário, sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação, negociação por companhias abertas de ações de sua própria emissão e derivativos nelas referenciados e respectivas infrações.

---

[455] COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Resolução CVM n.º 44 de 23 de agosto de 2021, alterada pela Resolução n.º 60/22. Dispõe sobre a divulgação de informações sobre ato ou fato relevante, a negociação de valores mobiliários na pendência de ato ou fato relevante não divulgado e a divulgação de informações sobre a negociação de valores mobiliários. Brasília: DF. Diário Oficial da União. 2021. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol044.html. Acesso em: 10 de maio de 2023.

[456] COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Resolução CVM n.º 166 de 1º de setembro de 2022. Dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição primária ou secundária de valores mobiliários e a negociação dos valores mobiliários ofertados nos mercados regulamentados. Brasília: DF. Diário Oficial da União. 2022. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol160.html. Acesso em: 10 de maio de 2023.

[457] COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Resolução CVM n.º 80/2022 dispõe sobre o registro e a prestação de informações periódicas e eventuais dos emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol080.html. Acesso em: 10 de maio de 2023.

[458] COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Resolução CVM n.º 81 de 29 de março de 2022, alterada pela Resolução n.º 59/21. Dispõe sobre assembleias de acionistas, debenturistas e de titulares de notas promissórias e notas comerciais. Brasília: DF. Diário Oficial da União. 2021. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol081.html. Acesso em: 10 de maio de 2023.

[459]COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Resolução n.º 78 de 29 de março de 2022. Dispõe sobre operações de fusão, cisão, incorporação e incorporação de ações. Brasília: DF. Diário Oficial da União. 2022. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol078.html. Acesso em 10 de maio de 2023.

[460] COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Resolução CVM n.º 77 de 29 de março de 2022. Dispõe sobre a negociação de ações e a aquisição de debêntures de própria emissão. Brasília: DF. Diário Oficial da União. 2022. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol077.html. Acesso em 10 de maio de 2023.

b) Fundos de Investimento.

Os Fundos de Investimento são regidos pelas Resoluções CVM n.º 579/2016[461] e 175/22[462], com alterações das Resoluções n.º 181/23, 184/23 e 187/23. Respectivas Instruções dispõem sobre a constituição, a administração, o funcionamento, a divulgação de informações, infrações perpetradas no âmbito da atividade e elaboração e divulgação das demonstrações contábeis. Os Fundos de Investimento constituem uma comunhão de recursos, constituído sob a forma de condomínio de natureza especial, destinado à aplicação em ativos financeiros, bens e direitos, de acordo com a regra específica aplicável à categoria do fundo (Art. 4º, Resolução CVM n.º 175/22). Trata-se de modalidade de investimento coletivo.

c) Carteira Administrada.

A Resolução CVM n.º 21/2021 (alterada pelas Resoluções 162/22, 167/22 e 179/23)[463] dispõe sobre o exercício profissional de administração de carteiras de valores mobiliários, descrevendo as infrações no âmbito do exercício da atividade. A Carteira Administrada é conceituada como o exercício profissional de administração de carteiras de valores mobiliários, incluindo a aplicação de recursos financeiros no mercado de valores mobiliários por conta do investidor, atividade que demanda obrigatoriamente autorização prévia da CVM (Art. 1º Resolução CVM n.º 21/2021.

---

[461] COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. RESOLUÇÃO N.º 579 de 30 de agosto de 2016. Dispõe sobre a elaboração e divulgação das demonstrações contábeis dos Fundos de Investimento em Participações. Brasília, DF: Diário Oficial da União. 2016. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst579.html. Acesso em: 10 de maio de 2023.

[462] COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. RESOLUÇÃO N.º 175 de 23 de dezembro de 2022, com alterações das Resoluções 183/23, 184/23 e 187/23. Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento, bem como sobre a prestação de serviços para os fundos, e revoga as normas que específica. Brasília, DF: Diário Oficial da União. 2022. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol175.html. Acesso em: 8 de dez. de 2023.

[463] COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Resolução n.º 21 de 25 de fevereiro de 2021, alterada pelas Resoluções n.º alterada pelas Resoluções 162/22, 167/22 e 179/23. Dispõe sobre o exercício profissional de administração de carteiras de valores mobiliários e revoga a Instrução CVM nº 426, de 28 de dezembro de 2005, a Instrução CVM nº 557, de 27 de janeiro de 2015, a Instrução CVM nº 558, de 26 de março de 2015, a Instrução CVM nº 597, de 26 de abril de 2018, a Deliberação CVM nº 51, de 25 de junho de 1987, a Deliberação CVM nº 740, de 11 de novembro de 2015 e a Deliberação CVM nº 764, de 4 de abril de 2017. Brasília: DF. Diário Oficial da União. 2021. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol021.html. Acesso em: 8 de dez. de 2023.

d) Corretoras de Títulos Mobiliários (CTVMs) e as Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários (DTVMs).

A Resolução CVM n.º 35/2021 (alterada pelas Resoluções n.º 134/22 e 179/23)[464] estabelece normas e procedimentos a serem observados pelas intermediadoras de operações: Corretoras de Títulos Mobiliários (CTVMs) e Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários (DTVMs) realizadas com valores mobiliários em mercados regulamentados de valores mobiliários. Trata de requisitos mínimos que os intermediários devem observar no relacionamento com seus clientes e prevê as infrações perpetradas no âmbito do exercício das atividades.

As Corretoras de Títulos Mobiliários (CTVMs) e as Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários (DTVMs) são conceituadas como instituições financeiras e tem como atividade principal ou acessória a intermediação de operações nos mercados regulamentados de valores mobiliários, como é o caso dos mercados de bolsa e de balcão (organizado ou não); e que prestam serviço de execução de ordens de compra e de venda de valores mobiliários para seus clientes, podendo também exercer as atividades de: (i) disponibilização de informações de análise de investimentos; (ii) administração de carteiras de valores mobiliários (inclusive fundos de investimentos); e (iii) prestação de serviços de custódia e outras (algumas dessas atividades dependem de autorizações específicas), são reguladas pela CVM apenas em relação às operações com valores mobiliários, na forma da Lei n.º 6.385/1976, ou seja, nas operações que envolvam valores mobiliários sujeitos ao regime da referida lei, como: ações, debêntures, contratos derivativos, mas, por exemplo, não são incluídos os títulos públicos, sendo que toda a atividade relativa a esses ativos está sujeita à regulamentação e fiscalização do Banco Central do Brasil.

[464] COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. RESOLUÇÃO N.º 35 de 25 de maio de 2021. Estabelece normas e procedimentos a serem observados na intermediação de operações realizadas com valores mobiliários em mercados regulamentados de valores mobiliários e revoga a Deliberação CVM nº 105, de 22 de janeiro de 1991, e as Instruções CVM nº 51, de 9 de junho de 1986, CVM nº 333, de 6 de abril de 2000, CVM nº 505, de 27 de setembro de 2011, Instrução CVM nº 526, de 21 de setembro de 2012; Instrução CVM nº 581, de 29 de setembro de 2016; Instrução CVM nº 612, de 21 de agosto de 2019; e Instrução CVM nº 618, de 28 de janeiro de 2020. Brasília: DF. Diário Oficial da União. 2021. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol035.html. Acesso em: 8 de dez. de 2023.

e) Analista de Valores Mobiliários.

A Resolução CVM n.º 20/2021 (alterada pela Resolução n.º 179/22)[465] regula a atividade de Analista de Valores Mobiliários. A função de Analista de Valores Mobiliários é conceituada como atividade, exercida por pessoa natural ou jurídica, que elabora relatórios de análise em caráter profissional,[466] destinados à publicação, divulgação ou distribuição a terceiros, ainda que restrita a clientes (Art. 1º, Resolução CVM n.º 21/2021).

Por considerar que a atividade possui relevância, exige-se aprofundado conhecimento técnico do profissional habilitado. Além disso, a atividade também é regida pelo ente de autorregulação do próprio mercado, neste caso através da APIMEC (Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais), que, desde 2010, exerce a função de entidade credenciadora destes profissionais.

A CVM exige que o Analista de Valores Mobiliários, além de ser aprovado no exame de qualificação técnica, também se submeta ao Código de Conduta Profissional da APIMEC, visando assegurar a veiculação de informações idôneas e fidedignas nos relatórios de análise, de modo a evitar situações de conflito de interesse, mantendo independência em relação à pessoa ou instituição a qual estiver vinculado.

f) Assessor de Investimentos,

Assessor de Investimento, nova nomenclatura atribuída pela Lei nº 14.317/2022 e Resolução CVM n.º 178/2023[467] para o Agente Autônomo de Investimento, constitui pessoa natural[468], habilitada, previamente, para exercício das

---

[465] COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. RESOLUÇÃO N.º 20 de 25 de fevereiro de 2021, alterada pela Resolução n.º 179/2022. Dispõe sobre a atividade de analista de valores mobiliários e revoga a Deliberação CVM nº 633, de 6 de julho de 2010, e a Instrução CVM nº 598, de 3 de maio de 2018. Brasília: DF. Diário Oficial da União. 2021. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol020.html. Acesso em: 8 de dez. de 2023.

[466] A expressão "relatório de análise" significa quaisquer textos, relatórios de acompanhamento, estudos ou análises sobre valores mobiliários específicos ou sobre emissores de valores mobiliários determinados que possam auxiliar ou influenciar investidores no processo de tomada de decisão de investimento.

[467] COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Resolução n.º 178 de 14 de fevereiro de 2023. Dispõe sobre a atividade de assessor de investimento e revoga a Resolução CVM nº 16, de 9 de fevereiro de 2021. Brasília: DF. Diário Oficial da União. 2023. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol178.html. Acesso em: 8 de dez. de 2023.

[468] O Assessor de Investimentos pode atuar diretamente como pessoa natural, mas, também, por meio de uma sociedade constituída com esse fim exclusivo, e deve exercer suas atividades sempre através de uma instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários, em nome da qual atua como preposto.

seguintes atividades: (i) prospecção e captação de clientes; (ii) recepção e registro de ordens e transmissão dessas ordens para os sistemas de negociação ou de registro cabíveis; (iii) prestação de informações sobre os produtos oferecidos e sobre os serviços prestados pela instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários pela qual tenha sido contratado (Art. 3º, Resolução CVM n.º 178/2023).

Os principais deveres, responsabilidades, atribuições dos assessores de investimentos (agentes autônomos de investimentos) e infrações previstas no exercício da atividade estão veiculados nas Resoluções CVM n.º 178/2023 e n.º 179/2023. O assessor de investimentos se submete também à autorregulação do próprio mercado exercida pela Ancord (Associação Nacional das Corretoras de Valores), entidade credenciadora destes profissionais (Arts. 14 e 15 da Resolução CVM n.º 178/2023).

g) Consultor de Valores Mobiliários.

A Resolução CVM n.º 19/2021 (alterada pela Resolução n.º 179/23)[469] dispõe sobre a atividade de consultoria de valores mobiliários e prevê as respectivas infrações no exercício das atividades. A atividade de Consultor de Valores Mobiliários pode ser exercida via pessoa física ou jurídica, previamente autorizada pela CVM, e compreende a prestação dos serviços de orientação, recomendação e aconselhamento, de forma profissional, independente e individualizada, sobre investimentos no mercado de valores mobiliários, cuja adoção e implementação sejam exclusivas do cliente (Art. 1º, Resolução CVM n.º 19/2021).

h) Auditor Independente.

A Resolução CVM n.º 23/2021[470] dispõe sobre o registro e o exercício da atividade de auditoria independente no âmbito do mercado de valores mobiliários, define os deveres e as responsabilidades dos administradores das entidades auditadas no relacionamento com os auditores independentes, bem assim infrações cometidas no

[469] COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Resolução n.º 19 de 25 de fevereiro de 2021, alterada pela Resolução n.º 179/23. Dispõe sobre a atividade de consultoria de valores mobiliários e revoga a Instrução CVM nº 592, de 17 de novembro de 2017, a Instrução CVM nº 619, de 6 de fevereiro de 2020 e a Deliberação CVM nº 783, de 17 de novembro de 2017. Brasília: DF. Diário Oficial da União. 2021. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol019.html. Acesso em: 8 de dez de 2023.

[470] COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Resolução n.º 23 de 25 de fevereiro de 2021. Dispõe sobre o registro e o exercício da atividade de auditoria independente no âmbito do mercado de valores mobiliários, define os deveres e as responsabilidades dos administradores das entidades auditadas no relacionamento com os auditores independentes. Brasília: DF. Diário Oficial da União. 2021. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol023.html. Acesso em: 8 de dez. de 2023.

exercício da atividade sob regulação da CVM. A atividade de auditor independente pode ser exercida, por pessoa física ou jurídica, que disponha de formação profissional de contador, legalmente habilitado por registro em Conselho Regional de Contabilidade, e desde que apresente prévio registro na CVM (Art. 1º, Resolução CVM n.º 19/2021).

A atividade de auditoria externa é essencial para a proteção dos usuários das demonstrações contábeis, contribuindo para o funcionamento do mercado de valores mobiliários, à medida que colabora para o fortalecimento da transparência e da confiança nas relações entre as entidades auditadas e os usuários daquelas demonstrações.

i) Agência Classificadora de Risco de Crédito (Rating).

A Resolução CVM n.º 9/2020 (alterada pela Resolução n.º 185/23)[471] dispõe sobre a atividade de classificação de risco de crédito no âmbito do mercado de valores mobiliários e prevê infrações cometidas no âmbito das atividades reguladas pela CVM.

A Agência Classificadora de Risco de Crédito (*Rating*) é pessoa jurídica registrada, no caso de agência domiciliada no Brasil, ou reconhecida, no caso de agência domiciliada no exterior, pela CVM (Art. 2º, Resolução CVM n.º 9/2020), que exerce profissionalmente a atividade de classificação de risco de crédito no âmbito do mercado de valores mobiliários; e exerce atividade de opinar sobre a qualidade de crédito de um emissor de títulos de participação ou de dívida, de uma operação estruturada, ou qualquer ativo financeiro emitido no mercado de valores mobiliários (Art. 1º, Resolução CVM n.º 9/2020). A Agência Classificadora de Risco de Crédito avalia determinados produtos financeiros ou seus emissores e classifica esses ativos ou empresas segundo o grau de risco de não pagamento no prazo fixado.

j) Clube de Investimento.

A Resolução CVM n.º 11/2020 (alterada pela Resolução n.º 179/23)[472] dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento, a divulgação de

[471] COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Resolução n.º 9 de 27 de outubro de 2020. Dispõe sobre a atividade de classificação de risco de crédito no âmbito do mercado de valores mobiliários. Brasília: DF. Diário Oficial da União. 2020. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol009.html. Acesso em: 8 de dez. de 2023.
[472] COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Resolução n.º 11 de 18 de novembro de 2020. Brasília: DF. Diário Oficial da União. 2020. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol011.html. Acesso em: 8 de dez. de 2023.

informações, a distribuição de cotas dos Clubes de Investimento e prevê as infrações praticadas no exercício da atividade de competência regulatória da CVM. O Clube de Investimento, constituído em forma de condomínio aberto por seu administrador (Art. 4º) e com seu próprio estatuto social (Arts. 13 à 15), é um veículo de investimento coletivo, que possui política de investimento simplificada, com, no mínimo, três e, no máximo, cinquenta participantes (Art. 1º). Além do registro na CVM, o Clube de Investimento precisa de registro prévio na Bolsa de Valores Brasileira, B3, e se submetem ao Regulamento de Clubes da B3.

3. DIREITO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR REGULATÓRIO.

3.1. Introdução:

O Direito Administrativo Sancionador encontra-se disseminado em uma série de frentes que atravessam em todas as direções e níveis da sociedade, sem a existência de uma ordem específica incidindo sobre as diversas espécies de contratos públicos, improbidades e regulação, entre outras searas de atuação da Administração Pública. Nas palavras de Alice Voronoff:

> Onipresente. No trânsito, na vigilância sanitária, no setor elétrico, no meio ambiente. Nessas e em várias outras searas. O direito administrativo se alastrou. Ocupou espaços. E parte relevante desse fenômeno de "adminstrativização" da vida se faz sentir justamente no campo sancionatório. Ou seja, quando o particular descumpre prescrições administrativas e fica sujeito a uma medida estatal coercitiva com efeitos negativo. Ou a algumas. É que a variedade de sanções administrativas é significativa.[473]

Segundo Voronnoff, a expansão acelerada do Direito Administrativo Sancionador em uma diversidade de contextos nos mais diversos campos de atuação administrativa[474] não foi acompanhada de um pensamento jurídico que pudesse atender aos desafios postos, dentre os quais: a) estabelecer a finalidade e os efeitos da sanção administrativa no âmbito do Direito Administrativo Sancionador (indevidamente associada à sanção penal), b) estabelecer balizas teóricas mais consistentes para orientar o aplicador da norma na imposição da sanção e reconhecer seus limites e c) definir os princípios norteadores do Direito Administrativo Sancionador, sem o que a aplicação da norma sancionatória administrativa se torna arbitrária e ineficiente. Voronoff sugere que a aplicação da sanção no âmbito do Direito Administrativo Sancionador respeite

---

[473] VORONOFF, Alice. **Direito Administrativo Sancionador no Brasil**. Belo Horizonto: Fórum. 2018, p. 25.

[474] Alice Voronoff destaca quatro fatores que aceleraram a expansão do Direito Administrativo Sancionador no Brasil: a) o processo de desestatização da atividade produtiva deslocando o Estado para uma função de regulador da ordem econômica e social a partir da década de 1990; b) o perfil de atuação do Estado nas ordens sociais e econômica fazendo cumprir os direitos e garantias da ordem constitucional de 1988, c) o perfil das sociedades atuais, dinâmicas e permeadas de riscos e a expectativa do administrado de que o Estado responda, de maneira rápida e eficiente, aos mais diversos anseios do indivíduo relacionados a fatores como tecnologia, informação, aquecimento global, engenharia genética e energia nuclear, entre outros, tornando mais evidente a inadequação da rigorosa repressão penal; e d) espécie de frustração generalizada com a falta de efetividade do Direito Penal, que incentiva a adoção de respostas em outros campos do Direito, como cível e administrativo, destacando o fenômeno da "administrativização" de condutas antes disciplinas pelo Direito Penal, À exemplo do que ocorreu no âmbito da Lei n.º 12.846/2013 (Lei Brasileira de Anticorrupção). *Ibid*, p. 29-31.

pressupostos importantes de forma a orientar a sua justificação, interpretação e aplicação.[475]

O Direito Administrativo Sancionador tem reconstruído sua identidade, seja em razão da ordem Constitucional de 1988, na medida em que a atividade sancionatória estatal recebe os novos influxos de valores constitucionais catalogados entre direitos e garantias fundamentais individuais e coletivos, seja em contraposição ao Direito Penal, terreno próprio do *jus puniendi* estatal ao redor do qual se formaram os alicerces das limitações jurídicas à contenção da arbitrariedade estatal no âmbito do exercício da atividade sancionadora; seja pelo desenvolvimento da regulação estatal independente e o seu processo sancionador.

O movimento de desestatização da atividade econômica da década de 1990[476] decorrente do reposicionamento do papel do Estado na economia nacional, ao reduzir drasticamente a função de exploração direta da atividade econômica via privatização de estatais, reservando-se a função de regulador dos diversos setores de exploração econômica, impulsionou relevantes alterações no Direito Administrativo, incluindo a mudança de paradigma da intervenção do Estado na economia.[477] Acompanhou-se a difusão e expansão de teorias de técnicas de regulação estatal independente atribuídas a autarquias com regime especial, criadas para disciplina sistêmica da ordem econômica setorial e todo arcabouço legislativo necessário para regular a nova realidade formada pela multiplicação de modelos contratuais pelos quais

---

[475] *Ibid*, p. 29-32.

[476] O Termo "desestatização" foi utilizado na própria nomenclatura do programa político que culminou no processo de privatização de diversas empresas estatais, denominado Programa Nacional de Desestatização. Desestatização é definido pelo Art. 2º, §1º da Lei n.º 9.491/97 como "§ 1º Considera-se desestatização: a) a alienação, pela União, de direitos que lhe assegurem, diretamente ou através de outras controladas, preponderância nas deliberações sociais e o poder de eleger a maioria dos administradores da sociedade; b) a transferência, para a iniciativa privada, da execução de serviços públicos explorados pela União, diretamente ou através de entidades controladas, bem como daqueles de sua responsabilidade. c) a transferência ou outorga de direitos sobre bens móveis e imóveis da União, nos termos desta Lei. (Incluído pela Medida Provisória nº 2.161-35, de 2001). BRASIL. LEI N.º 9.491 de 9 de setembro de 1997. Altera procedimentos relativos ao Programa Nacional de Desestatização, revoga a Lei n° 8.031, de 12 de abril de 1990, e dá outras providências. BRASIL. LEI N.º 9.491 de 9 de setembro de 1997. Brasília: DF. Diário Oficial da União. 1997. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l9491.htm. Acesso em: 8 de dez de 2023.

[477] A Emenda Constitucional n.º 19/1998, conhecida como responsável pela reforma administrativa estatal, foi resultado deste processo de desestatização e da resultante mudança paradigmática no modelo de administração do Estado brasileiro.

o Estado formaliza a transferência da execução das atividades públicas para empresas privadas.[478]

Segundo Oliveira e Grotti, a regulação independente impulsionou o desenvolvimento de uma categoria autônoma de atividade administrativa com sua finalidade própria, o Direito Administrativo Regulatório, que por sua vez fez desenvolver a atividade administrativa sancionadora e subjacente à demanda pelo cumprimento das normas de regulação.

O Direito Administrativo Sancionador, então com tímida expressão teórica autônoma e independente do Direito Penal, foi alçado à disciplina fundamental no âmbito do Direito Administrativo Regulatório e incluído como parte desta disciplina. Nas palavras de Oliveira e Grotti: *"a doutrina majoritária incluiu a atividade sancionadora no bojo da regulação, uma competência específica dentro do plexo de deveres-poderes regulatórios incumbidos às Agências*."[479] E completam:

> Ao conjunto de normas jurídico-administrativas de direito material e processual cujo objeto gravitam em torno dos provimentos sancionatórios regulatórios denomina-se Direito Administrativo Sancionador Regulatório. Sua delimitação é fornecida por três critérios fundamentais: de um lado, critério formal, pois somente abrangerá normas afetas ao exercício de função administrativa sancionadora; de outro, critério objetivo, na medida em que acolherá normas com conteúdo sancionatório; e, por fim, critério subjetivo, no fato de que se faz um corte espistemológico para recolher apenas órgãos e entes que exercem a denominada regulação independente.[480]

As peculiaridades do campo sancionador da regulação colocam em evidência a necessidade de rediscutir o modelo sancionador tradicional, propondo-se novas abordagens interpretativas para o papel da sanção no contexto da regulação, privilegiando-se sua função instrumental (em substituição à abordagem de última *ratio* da esfera administrativa), com vistas a consecução do interesse público previsto para o determinado setor, e do princípio da eficiência.[481]

---

[478] OLIVEIRA, José Roberto Pimenta de; GROTTI, Dinorá Adelaide Musetti. Direito Administrativo Sancionador regulatório no Brasil breve panorâma e seus desafios. *In*: VORONOFF, Alice, PALMA, Juliana Bonacorsi de, TOLEDO, Rentato (Org). Coleção de Direito Administrativo Sancionador: Volume 3: Direito Administrativo Sancionador Regulatório. Rio de Janeiro: CEEJ. 2022, p. 197-241.
[479] *Ibid.*
[480] *Ibid.*
[481] *Ibid.*

As reflexões sobre as novas abordagens interpretativas para o papel da sanção no contexto da regulação estatal são impulsionadas pela gradativa introdução da consensualidade do Direito Administrativo. No cenário marcado pela celeridade e eficiência do processo administrativo, na década de 1990, a introdução gradual da consensualidade, como mecanismo de atribuição de celeridade e eficácia às decisões processuais, se materializa via diversas alterações legislativas para positivação de termos de compromisso, termos de ajustamento de conduta, mediação, conciliação e arbitragem.[482]

A consensualidade no Direito Administrativo brasileiro[483] foi impulsionada por forte influência internacional, destacando-se a introdução dos termos de compromisso no mercado de valores mobiliários decorrente da edição da Lei n.º 9.457/1997, da Lei 10.303/2001 e da Lei n.º13.506/2017 (que modificaram a Lei n.º 6.385/1976); e no âmbito do CADE face à Lei n.º 8.884/1994 revogada pela Lei n.º 12.529/2011 (alterada pelas Leis n.º 13.105/2015 e n.º 14.470/2022). Para Juliana Bonacorsi de Palma, *"mesmo com influxos particulares, nota-se que o cenário de reformas consensuais constituiu um dos elementos que propiciaram a abertura normativa do direito administrativo à consensualidade..."*[484]

A introdução da consensualidade no âmbito da Administração Pública e mais precisamente como disciplina normativa de substituição da sanção, impulsionou, no campo teórico, o desenvolvimento da releitura do papel do Poder Público na esfera

---

[482] PALMA, Juliana Bonacorsi de. **Sanção e Acordo da Administração Pública**. São Paulo: Malheiros. 2015, p. 192.

[483] A consensualidade não é fato novo no Direito Administrativo brasileiro, exemplo disso é a previsão do Decreto Lei 3.365/1941, que trata sobre o processo de desapropriação amigável. O Decreto prevê a possibilidade de acordo entre a Administração (expropriante) e o expropriado relativo ao valor da indenização. Na hipótese de inexistência de consenso em relação ao valor, poderá a administração ajuizar uma ação de desapropriação para um arbitramento judicial. Em 1987, o Decreto n.º 94.764 modificou a Lei de Política Nacional do Meio Ambiente (Lei n.º 6.938/1981) e a Lei de Estações Ecológicas e Área de Proteção Ambiental (Lei n.º 6.902/1981), introduzindo a celebração de termo de compromisso possibilitando a redução da multa em até 90% do valor original. Em 1985, a Lei nº 7.347/1985, que disciplina a ação civil pública, estabeleceu, no Artigo 5º, Parágrafo 6º, um permissivo genérico à celebração de compromissos de ajustamento de conduta. A Lei n.º 13.140/2015 que trata da autocomposição de conflitos em que for parte pessoa jurídica de direito público, prevê na Seção II dos conflitos que envolvam a Administração Pública federal direta, suas autarquias e fundações, a possibilidade de que as controvérsias jurídicas que envolvam a Administração Pública federal sejam objeto de transação por adesão com fundamento em: (i) autorização do advogado-geral da União, com base na jurisprudência pacífica do Supremo Tribunal Federal ou de tribunais superiores; e (ii) parecer do advogado-geral da União, aprovado pelo presidente da República.
PALMA, Juliana Bonacorsi de. **Sanção e Acordo da Administração Pública**. São Paulo: Malheiros. 2015, p. 200.

privada, bem como dos instrumentos que possui para proceder com a intervenção estatal, tornando imprescindível revistar conceitos de teoria do Direito Administrativo como: função e finalidade do DAS, a função da sanção e a consensualidade no DAS. Conforme propõe Juliana Bonacorsi de Palma: "*dilemas entre consensualidade/legalidade, consensualidade/dever-poder sancionador e consensualidade/controle colocam-se de forma mais evidente.*"[485]

3.2. Diferenças:

Considerado o impacto da regulação independente, que a doutrina alça como categoria autônoma de atividade administrativa finalística e que opera sobre a intervenção do Estado no domínio econômico e social, ganha relevância o estudo sobre os instrumentos de execução e fiscalização dessa atividade normativa regulatória: o estudo de um Direito Administrativo Sancionador Regulatório.

Importa considerar aspectos peculiares da atividade sancionadora regulatória para diferenciá-la da atividade sancionadora geral da Administração Pública, visando direcionar um estudo específico do Direito Administrativo Sancionador Regulatório. Pontuam-se três aspectos: 3.2.1. Caráter instrumental e finalístico; 3.2.2. Estrutura regulatória: obrigação de governança e eficiência; 3.2.3. Característica da regulação estatal: setorial e descentralizada.

3.2.1. Atividade sancionadora regulatória: caráter instrumental e finalístico

Oliveira e Grotti destacam que ao longo do período de *agencificação* foram editadas inúmeras normas legislativas setoriais contemplando normas administrativas sancionadoras com conteúdo material e processual que evidenciam a competência específica sancionadora dentro do plexo de deveres-poderes regulatórios incumbido às Agências. Contudo, a base teórica doutrinária sobre a compreensão dos fundamentos, princípios e natureza dessa atividade sancionadora na regulação somente se ampliou quando se inaugura o debate sobre a consensualidade como técnica de gestão

[485] *Ibid*, p. 264.

administrativa no âmbito da atividade regulatória[486], intimamente relacionada com a finalidade da regulação e a instrumentalidade da sanção.

Segundo Juliana Bonacorsi de Palma, a consensualidade pode ser definida como técnica de gestão da Administração Pública:

> ... a consensualidade consiste em uma técnica de gestão, cujo instrumento de formalização corresponde ao acordo administrativo. Isso significa que o acordo administrativo consiste em um dos meios para a satisfação das finalidades públicas que a Administração tem ao seu dispor, o que certamente destaca o caráter instrumental da atuação administrativa consensual, dado o enfoque no fim de interesse público que a Administração deve perseguir.[487]

Regular implica em tutelar sistematicamente os bens protegidos por determinado setor. Neste contexto, o poder sancionador, parte intrínseca à atividade de regulação, abrange a aplicação das diversas modalidades de instrumentos de sanção (como: advertências, multas, suspensão, inabilitação e cancelamento de licenças), como também a abordagem de alternativas à sanção, como a consensualidade e a imposição de medidas que visem a obrigar o regulado a reparar eventuais danos que tiverem causado ao usuário ou, de outra forma, restabelecer o *status quo ante*.

A atividade sancionadora inclui-se como parte inseparável da atividade regulatória, muito embora constitua uma competência específica no panorama de poderes e deveres do regulador. As normas setoriais de regulação demandam normas com conteúdo material e processual sancionador, cada qual com sua sistemática própria para o exercício da atividade sancionadora regulatória. Para Oliveirae Grotti:

> Ao conjunto de normas jurídicas-administrativas de direito material e processual cujo objeto gravitam em torno dos provimentos sancionatórios regulatórios, denomina-se Direito Administrativo Sancionador Regulatório. Sua delimitação é definida por três critérios fundamentais: de um lado, critério formal, pois somente abrangerá normas afetas ao exercício da função administrativa sancionadora; de outro, critério objetivo, na medida em que acolherá normas com conteúdo sancionatório; e por fim, critério subjetivo, no fato de que se faz um corte epistemológico para recolher apenas órgãos e entes que exercem a denominada regulação independente.[488]

---

[486]OLIVEIRA, José Roberto Pimenta de; GROTTI, Dinorá Adelaide Musetti. Direito Administrativo Sancionador regulatório no Brasil breve panorâma e seus desafios. *In*: VORONOFF, Alice, PALMA, Juliana Bonacorsi de, TOLEDO, Rentato (Org). Coleção de Direito Administrativo Sancionador: Volume 3: Direito Administrativo Sancionador Regulatório. Rio de Janeiro: CEEJ. 2022, p. 197-241.

[487] PALMA, Juliana Bonacorsi de. **Sanção e Acordo na Administração Pública**. São Paulo: Malheiros. 2015, p. 112.

[488]OLIVEIRA, José Roberto Pimenta de, GROTTI, Dinorá Adelaide Musetti. Direito Administrativo Sancionador Regulatório no Brasil breve panorama e seus desafios**.** *In:* **Coleção de Direito Administrativo**

Com maior ênfase, no campo do Direito Administrativo Sancionador Regulatório, a sanção não é um fim em si mesmo, mas um instrumento a serviço da Administração Pública disponível para consecução das finalidades regulatórias. Nesta linha, não é adequada a afirmação, *a priori*, de que a sanção administrativa constitui um poder-dever implícito extraído do conjunto de competências da Administração Pública, como uma resposta automática em hipótese de descumprimento da norma ou em decorrência do princípio da supremacia do interesse público sobre o privado. Tais concepções retiram da sanção seu caráter instrumental e finalístico e deformam a dinâmica da regulação estatal. Conforme leciona Voronoff, "*...se a sanção é tida como uma resposta indisponível do ordenamento jurídico ao cometimento de uma infração, perde o sentido indagar se ela atende a algum fim ou se tem cumprido algum papel."*[489]

No contexto do Direito Administrativo Sancionador Regulatório, a sanção afirma-se como instrumento do regulador para consecução da política regulatória setorial, a serviço dos princípios da ordem econômica e social e daqueles definidos pela legislação setorial, conformando as condutas dos regulados. Ela só se justifica se, no contexto concreto e dentro de uma perspectiva complexa de lógica de incentivos, se mostrar apta a produzir o resultado regulatório esperado, o incentivo necessário para a conformação de condutas. Na definição de Voronoff:

> Como instrumento que opera de modo primariamente prospectivo, com vista a assegurar e promover a conformação da conduta dos particulares em prol da satisfação do interesse e necessidades sociais, a sanção administrativa é uma ferramenta *sui generis*.[490]

Nesta medida, para analisar se a sanção é necessária e adequada para conformação de condutas no âmbito regulatório específico, se espera do Administrador Público um "juízo de prognose" sobre os resultados da aplicação ou não da sanção no caso concreto e uma análise retrospectiva das sanções já aplicadas, para avaliar a aptidão das diferentes ferramentas disponíveis ao regulador para obter a conformação do regulado, com maior eficiência e eficácia. O sistema regulatório demanda a avaliação

---

Sancionador: Vol 3: Direito Administrativo Sancionador Regulatório. coord. VORONOFF, Alice, PALMA, Juliana Bonacorsi de, TOLEDO, Renato. Rio de Janeiro: CEEJ: 2022, p. 199.

[489] VORONOFF, Alice. **Direito Administrativo Sancionador no Brasil**. Belo Horizonte: Forum. 2018, p. 105.

[490] *Ibid*, p. 106.

constante da efetividade dos instrumentos adotados pelo regulador mediante a análise dos resultados regulatórios.[491]

A caráter instrumental da sanção no âmbito do Direito Administrativo Sancionador Regulatório é analisado no contexto de uma lógica regulatória de incentivos (comportando a alternância de técnicas de repressão e dissuasão) capazes de promover a conformação de condutas dos regulados (viés conformativo) esperada pela política, legislação e normas regulatórias subjacentes, ou seja, atrelada à finalidade da regulação setorial e da política estatal econômica e social (viés prospectivo).[492]

A compreensão da sanção administrativa como instrumento de técnica regulatória possibilita que a conveniência de sua aplicação seja avaliada e justificada pelo Administrador Público no contexto da atividade de regulação estatal.[493]

3.2.2. Estrutura administrativa regulatória: obrigação de governança e eficiência

O Direito Administrativo Sancionador foi impactado pela ampliação da regulação estatal e do processo de *agencificação*, que se acentua na década de 1990, com uma exigência muito maior por efetividade e eficiência da tutela dos interesses públicos, consolidada com a inclusão do Art. 37 da Constituição Federal pela Emenda Constitucional n.º 19/1998, designada de Reforma Administrativa.[494] Segundo Oliveira e Grotti:

---

[491] Alice Voronoff afirma que a sanção administrativa compõe o que chama de ciclo regulatório. A sanção seria uma das técnicas regulatórias disponíveis ao Estado para a conformação dos setores econômicos e sociais e para consecução do interesse público. A sanção insere-se em ambiente complexo "*...de maior conotação técnica, dinamismo tecnológico e especialização, no qual diferentes ferramentas se entrecruzam e se combinam para proporcionar modelos regulatórios efetivos e eficientes.*" [491] *Ibid*, p. 114

[492] Neste sentido, Alice Voronoff destaca que o exercício do poder punitivo da Administração Pública é uma atividade administrativa, com vistas a realização de finalidades de competência do Estado-Administrador. Logo, a aplicação da sanção pela Administração Pública deve estar embasada em princípios e finalidades próprias do Direito Administrativo que, a partir da Reforma Administrativa do Estado (resultante da Emenda Constitucional n.º 19/98) estão intimamente ligados ao princípio da eficiência, com exigências crescentes em termos de resultados. *Ibid*, p. 109-111.

[493] Para Alice Voronoff, a sanção administrativa se justifica, sobretudo, *"como ferramenta a serviço de finalidades públicas cometidas à Administração, que, em seu modus operandi, deve produzir incentivos adequados à conformação da conduta dos particulares em vistas desses interesses, sob os menores custos." Ibid*, p. 117.

[494] A Reforma Constitucional Administrativa, decorrente da EC n.º 19/1998, modifica o regime e dispõe sobre princípio e normas da Administração Pública, Servidores e Agentes políticos, alçando a demanda por maior eficiência na tutela dos interesses públicos, cuja Exposição de Motivos declara como objetivo: "i*ncorporar a dimensão da eficiência na administração pública*: *o aparelho de Estado* deverá se revelar

> O Direito Administrativo Sancionador (doravante, DAS) foi igualmente impactado pelo fenômeno da regulação e da instituição de agências reguladoras, no curso da Reforma do Estado deflagrado na década de 1990. Com fundamentos principiológicos no Texto Constitucional, esta parcela do Direito Administrativo sofreu o influxo da demanda por maior efetividade na tutela dos interesses públicos, se a égide da densificação preponderante do princípio da eficiência (que inclui a exigência de eficácia) incluso no rol exemplificativo do artigo 37, da CF, pela EC n.º 19/1998 (Reforma Administrativa).[495]

O novo paradigma de atuação do Estado; impulsionado pelo movimento de desestatização da economia, no qual o Estado abandona a posição de explorador direto da atividade econômica via estatais, entrega-o à iniciativa privada e reserva para si a atividade de regulação; exige-lhe o desenvolvimento de expertise regulatória dos diversos setores da economia, fazendo superar o antigo debate sobre o maior ou menor nível de regulação estatal, para substitui-lo pelo debate sobre a melhor qualidade regulatória, contemplando o estudo das características da regulação estatal que permitem maior eficiência da gestão pública no exercício de sua nova e preponderante função de gestor.

A transferência para a iniciativa privada da execução de serviços públicos marca a passagem do modelo burocrático de administração para o modelo gerencial na Administração Pública brasileira. A transferência da prestação dos serviços públicos para o setor privado foi fator crucial para a reestruturação do Estado, sob a justificativa do dever de garantir a prestação de serviços públicos de modo mais adequado e eficiente. Segundo Oliveira e Grotti:

> A regulação penetrou o direito administrativo brasileiro, na década de 1990, a partir das discussões sobre a reforma do Estado, como bem demonstra o Plano Diretor da Reforma do Aparelho do Estado, aprovado em 1995.... este plano objetivou implantar a denominada "Administração Pública Gerencial", em superação aos modelos de "Administração Pública Patrimonialista" e "Administração Pública Burocrática".[496]

---

apto a gerar mais benefícios, na forma de prestação de serviços à sociedade, com os recursos disponíveis, em respeito ao cidadão contribuinte;" e "*romper com formatos jurídicos e institucionais rígidos e uniformizadores*: *a reforma constitucional permitirá a implantação de um novo desenho estrutural na Administração Pública brasileira que contemplará a diferenciação e a inovação no tratamento de estruturas, formas jurídicas e métodos de gestão e de controle...". Disponível em:* https://www2.camara.leg.br/legin/fed/emecon/1998/emendaconstitucional-19-4-junho-1998-372816-exposicaodemotivos-148914-pl.html. Acesso em: 17 de abril de 2023.

[495] OLIVEIRA, José Roberto Pimenta de, GROTTI, Dinorá Adelaide Musetti. Direito Administrativo Sancionador Regulatório no Brasil breve panorama e seus desafios**.** *In:* **Coleção de Direito Administrativo Sancionador: Vol 3: Direito Administrativo Sancionador Regulatório**. coord. VORONOFF, Alice, PALMA, Juliana Bonacorsi de, TOLEDO, Renato. Rio de Janeiro: CEEJ: 2022, p. 198.

[496] *Ibid*, p. 201.

A administração pública burocrática se concentra no processo legalmente definido, em predeterminar os procedimentos para contratação de pessoal e para compra de bens e serviços, construindo processos internos mais estanques e rigorosos. Todavia, ao concentrar-se em evitar a corrupção e evitar o nepotismo, voltando-se aos processos legais e controles preventivos, a burocracia sacrifica a eficiência e os resultados de sua gestão. A rigor, uma vez que sua ação não tem objetivo finalístico claro, a tarefa de definir indicadores de desempenho, no caso das agências estatais, por exemplo, é tarefa extremamente difícil, restando-lhe o controle dos procedimentos.[497]

A administração gerencial, por sua vez, é pautada na descentralização, delegação de autoridade e de atribuição de responsabilidade ao gestor público, pelo controle sobre o desempenho aferido mediante indicadores preestabelecidos e definidos em prévio contrato. Mostra-se uma forma eficiente de gestão pelo Estado e envolve estratégias adequadas para enfrentar as novas modalidades de privatização.

Nas palavras de Luiz Carlos Bresser Pereira, "*Enquanto a administração pública burocrática é autorreferida, a administração pública gerencial é orientada para o cidadão*."[498]

Bresser Pereira aponta, ainda, algumas características da administração pública gerencial, como: a de ser uma gestão orientada para o cidadão e para a obtenção de resultados; pressupor uma confiança do cidadão nos políticos e funcionários públicos; (visto que admite processos menos rigorosos na gestão pública) e possuir, como

---

[497] PEREIRA, Luiz Carlos Bresser. Administração pública gerencial: estratégia e estrutura para um novo Estado. Brasília: MARE/ENAP, 1996, p. 11. Disponível em: https://repositorio.enap.gov.br/bitstream/1/817/1/9texto.pdf. Acesso em: 31 de março de 2023.

[498] Para Bresser Pereira. "*A burocracia moderna surgiu no século XIX, quando ainda era preciso afirmar o poder do Estado em oposição a poderes feudais ou regionais. O Estado Nacional nasceu na Europa, nas monarquias absolutas, nas quais a burocracia patrimonialista desempenhava um papel central. As burocracias capitalistas modernas são uma evolução da burocracia patrimonialista, que se autodiferenciaram ao fazerem uma distinção clara entre patrimônio público e patrimônio privado, mas que, aindaassim, se mantiveram próximas da matriz inicial em tudo quanto dissesse respeito à afirmação do poder do Estado. Esta é a razão pela qual as burocracias tendem a ser auto-referidas. Além de promover seus próprios interesses, interessam-se, primariamente, em afirmar o poder do Estado — o "poder extroverso" — sobre os cidadãos. Em contraste, a administração pública gerencial assume que este poder já não está sob ameaça grave nos países desenvolvidos e semidesenvolvidos.10 Assim, o serviço público já não precisa ser auto-referido, mas se orientar pela ideia de serviço-ao-cidadão. Afinal, o serviço público deve ser público, é um serviço para todos, para o cidadão*." *Ibid*.

estratégias centrais, a descentralização, o incentivo à criatividade e à inovação; pressupondo o controle dos contratos de gestão.[499]

Mais do que o desempenho das funções meramente burocráticas de regulamentar, controlar, executar e fiscalizar a atividade privada, ou seja, de intervenção burocrática do Estado na Economia[500], cabe ao Estado, mediante seus órgãos e entes de regulação, mormente após o processo de privatizações, o exercício da "Administração Pública Gerencial"[501], orientada para produção de resultados, norteada pelo princípio da eficiência, marcada pela descentralização da gestão e pela avaliação de desempenho a partir da avaliação dos resultados[502].

Em 1995, com a aprovação do Plano Diretor de Reforma do Estado objetivando implantar a Gestão Pública Gerencial no Estado Brasileiro e superar a Administração Púbica Burocrática, o Estado espera alcançar, dentre outras, as seguintes finalidades: a) aumentar a governança do Estado, ou seja, sua capacidade administrativa de governar com efetividade e eficiência, voltando a ação dos serviços do Estado para o

---

[499] Bresser Pereira afirma que para que "*se proceda ao controle dos resultados, descentralizadamente, em uma administração pública, é preciso que políticos e funcionários públicos mereçam pelo menos um certo grau de confiança. Confiança limitada, permanentemente controlada por resultados, mas ainda assim suficiente para permitir a delegação, para que o gestor público possa ter liberdade de escolher os meios mais apropriados ao cumprimento das metas acordadas, ao invés de fixar metas e procedimentos em lei. Na administração burocrática, esta confiança não existe. E é impensável pela lógica neoconservadora ou neoliberal, dada a visão radical- mente pessimista que têm da natureza humana. Sem algum grau de confiança, porém, é impossível se obter a cooperação e, embora a administração seja um modo de controle, é também um modo de cooperação."* *Ibid.*

[500] Com o fim do abstencionismo estatal, após Primeira Guerra Mundial, o Estado passa a intervir na economia para garantir o funcionamento adequado, suprir falhas de mercado e satisfazer objetivos sociais. O discurso a favor de maior intervencionismo do Estado na economia ganha força após a crise de 1929, que evidencia a ineficiência da autorregulação do mercado. A "mão invisível do mercado" é substituída pela "mão visível" do Estado. MARQUES, Maria Manual Leitão de, VITAL, Moreira. A Mão Visível: Estado e Regulação. Coimbra: Almedina. 2003, pp. 13-15. Todavia, o excesso de intervencionismo no mercado provocou ineficiência das atividades administrativas *e "...infantilização da sociedade tendo em vista o "paternalismo estatal"(Nanny state ou "Estado Babá"), por meio de uma regulação significativa da autonomia dos indivíduos. O diagnostico abriu mão para a desregulação da economia."* OLIVEIRA, Rafael Carvalho Rezende de. **Novo Perfil da Regulação Estatal: administração pública de resultados e Análise de Impacto Regulatório**. Rio de Janeiro: Forense. 2015, pp. 180-181.

[501] Segundo Rafael Carvalho Rezende de Oliveira: "*O aparelho estatal foi reduzido e a "Administração Pública burocrática" foi substituída pela "Administração Pública Gerencial", a partir da Reforma Administrativa instituída pela EC n.º 19/1998. Enquanto a Administração Pública Burocrática se preocupa com os processos, a Administração Pública Gerencial é orientada para obtenção de resultados (eficiência), sendo marcada pela descentralização de atividade e pela avaliação de desempenho a partir de indicadores definidos em contratos (contratos de gestão)."* *Ibid*, p. 181.

[502] A Lei n.º 13.848/2019 dispõe sobre gestão, organização, processo decisório e controle social das agências reguladoras, determinando que as agências reguladoras elaborarem, para cada quadriênio, um plano estratégico com objetivos, metas e resultados estratégicos esperados de suas ações, relativos a sua gestão e a suas competências regulatórias, determinando a prévia realização de Análise de Impacto Regulatório (AIR), que conterá informações e dados sobre os possíveis efeitos das respectivas.

atendimento dos cidadãos; b) limitar a função do Estado para as ações que lhes são próprias, reservando a produção de bens e serviços para o mercado e a iniciativa privada; c) transformar as autarquias e fundações que possuem poder de Estado em Agências autônomas, com dirigentes escolhidos pelo Ministro segundo critérios rigorosamente profissionais, com ampla liberdade para administrar os recursos humanos, materiais e financeiros colocados à sua disposição, desde que atinja objetivos quantitativos e qualitativos (indicadores de desempenho) previamente acordados; d) substituir a administração pública burocrática rígida, voltada ao controle *a priori* dos processos, pela administração pública gerencial, baseada no controle *a posteriori* dos resultados e da competição administrada; e) fortalecer práticas de adoção de mecanismos que privilegiem a participação popular tanto na formulação, quanto na avaliação das políticas públicas, viabilizando o controle social das mesmas.[503]

Assim, a arquitetura jurídico-institucional da regulação independente, no Brasil, é permeada pela exigência de modelo administrativo organizado que garanta a capacidade de exercício de controle e fiscalização sobre os regulados e de monitoramento dos resultados da regulação como parte importante do ciclo regulatório. Em razão da descentralização da regulação via autarquias de regime especial setoriais, a estrutura da regulação independente brasileira mostra-se de fisionomia variada, convivendo modelos mais estruturados e avançados com outros menos aperfeiçoados.

O primeiro marco geral da regulação estatal federal foi publicado apenas em 2019, com a edição da Lei n.º 13.848, que adota tacitamente um visão de gestão pública gerencial, ao dispor sobre gestão, organização, processo decisório e controle social das agências reguladoras, e primar pela gestão descentralizada da atividade econômica, ou seja: administração por setores, realizada por entes dotados de autonomia política, financeira, funcional, decisória, administrativa, cujos dirigentes gozam de estabilidade durante o mandato, adotando a obrigatoriedade de tomada de decisões motivadas, com pressupostos de fato e de direito, de tomada de decisões de cunho normativo com exigência de adoção de prévia consulta pública, pressupondo participação de consumidores ou usuários dos serviços prestados, e precedidas da realização de

[503] BRASIL. Plano Diretor de Reforma do Aparelho Estatal. Brasília: DF. Presidente da República. Câmara de Reforma do Estado. Ministério da Administração Federal e Reforma do Estado. 1995.

Análise de Impacto Regulatório (AIR), com informações e dados sobre os possíveis efeitos do ato normativo.

Ademais, o Marco Geral da Regulação Estatal Federal adotou, como princípios norteadores da administração pública, os princípios do interesse público e da eficiência[504], ao dispor que serão vedadas restrições de direitos e sanções aos particulares cujos efeitos superem às necessidades de interesse público, este identificado como o interesse público de regulação da determinada atividade econômica definida na Constituição Federal ou em Lei.[505]

No âmbito do debate sobre gestão pública gerencial, forçoso destacar a evolução da expressão "governança", para se referir ao perfil da Administração Pública no novo contexto social e econômico, preocupada com eficiência, participação, transparência, consenso e controle.[506]

A expressão "governança" pressupõe a interação entre o Estado e a sociedade civil, com influências recíprocas de interação entre o público e o privado. A expressão "boa governança" foi influenciada pelo movimento "*New Public Management"*[507], e abrange ideais de despolitização, eficiência, legitimidade das decisões, especialização, transparência e prestação de contas da ação estatal.[508]

---

[504] BRASIL. Lei 13.848/2019. "*Art. 4º A agência reguladora deverá observar, em suas atividades, a devida adequação entre meios e fins, vedada a imposição de obrigações, restrições e sanções em medida superior àquela necessária ao atendimento do interesse público*."

[505] CONSTITUIÇÃO FEDERAL DO BRASIL. O Art. 174 da Constituição Federal dispõe como essencial a atividade regulatória do Estado na economia, sendo que, a cada ente de regulação compete o seu objetivo institucional, que seria exatamente o interesse público perseguido no exercício da atividade de cada atividade de regulação.

[506] OLIVEIRA, Rafael Carvalho Rezende de. **Novo Perfil da Regulação Estatal: administração pública de resultados e Análise de Impacto Regulatório**. Rio de Janeiro: Forense. 2015, p. 182.

[507] O movimento denominado "*New Public Management* (NPM)", tinha como foco central adaptar e transferir os conhecimentos gerenciais desenvolvidos no setor privado para o setor público, com objetivo de reduzir o tamanho da máquina administrativa, aumentar a eficiência e criar mecanismos voltados à responsabilização dos atores políticos. No Brasil, os ideais foram adotados na EC 19/1998 que promoveu a Reforma Administrativa em período de privatizações e desestatização da economia. Mais sobre as convergências e contradições da adoção dos princípios de governança criados pelo movimento NPM, ver em: PECI, Alketa, PIERANTI, Octavio Penna, RODRIGUES, Silvia. **Governança e *New Public Management:* convergências e contradições no contexto brasileiro**. Sielo – Sientific Eletronis Library. v.15 - n.46 - Julho/Setembro – 2008. Disponível em: https://www.scielo.br/j/osoc/a/Mpktr8kGXJ4hpRnhZshSRSJ/?format=pdf&lang=pt. Acesso em 23 de março de 2023.

[508] *Ibid.*

Rafael Carvalho Rezende Oliveira conceitua "governança" como "*conjunto de mecanismos e de procedimentos que garantem maior participação da sociedade civil na formulação de decisões estatais, que devem ser pactuadas pela eficiência e submetidas ao controle institucional e social."*[509]

No âmbito da regulação, o termo "governança regulatória" relaciona-se com: (i) legitimidade, a busca por instrumentos capazes de conferir à Administração descentralizada maior legitimidade em suas decisões, através, por exemplo, de consultas públicas prévias à tomada de decisões relevantes; (ii) eficiência, através de planejamento a partir de resultados, controle de resultados, auxiliados das análises de impacto regulatório; e (iii) transparência, mediante publicação e disponibilização de informações pormenorizadas de ações, resultados e processos internos, pelos entes de regulação.

A Lei n.º 13. 303 de 30 de junho de 2016[510], que dispõe sobre o estatuto jurídico das estatais e suas subsidiárias que explorem atividade econômica de produção ou comercialização de bens ou de prestação de serviços; determina que os poderes executivos estabeleçam regras de governança, criando um marco geral de governança das estatais. O Decreto n.º 8.945 de 27 de dezembro de 2016[511] regulamenta a governança das estatais estabelecendo regras de constituição das empresas estatais (Arts. 3º À 7º), regra de participação dos acionistas minoritários (Arts. 8º e 9º), regras do regime societário, incluindo: normas gerais (Arts. 10 à 14), gestão de riscos e controles internos (Arts. 15 à 20), regras sobre comitê de pessoas, elegibilidade, sucessão e remuneração (Arts. 21 à 23), regras sobre estatuto social (Arts. 24), regras sobre acionista controlador (Arts. 25 26), regras sobre administrador e assembleia geral (Art. 27), requisitos para ser administrador (Art. 28), vedações para compor conselho de administração (Art. 29), verificação dos requisitos e das vedações para administradores e Conselheiros Fiscais

---

[509] OLIVEIRA, Rafael Carvalho Rezende de. **Novo Perfil da Regulação Estatal: administração pública de resultados e Análise de Impacto Regulatório**. Rio de Janeiro: Forense. 2015, p. 183.

[510] BRASIL. LEI N.º 13.303 de 30 de junho de 2016. Dispõe sobre o estatuto jurídico da empresa pública, da sociedade de economia mista e de suas subsidiárias, no âmbito da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios. Brasília: DF, Diário Oficial da União. 2016. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2016/lei/l13303.htm. Acesso em: 12 de dez. de 2023.

[511] BRASIL. DECRETO Nº 8.945 de 27 de dezembro de 2016. Regulamenta no âmbito da União, a Lei nº 13.303, de 30 de junho de 2016, que dispõe sobre o estatuto jurídico da empresa pública, da sociedade de economia mista e de suas subsidiárias, no âmbito da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios. Brasília: DF. Diário Oficial da União. 2016. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2016/Decreto/D8945.htm. Acesso em: 12 de dezembro de 2023.

(Art. 30), regras sobre o Conselho de Administração (Arts. 31 à 37), regras sobre o Comitê de Auditoria Estatutário (Arts. 38 e 39), regras sobre Conselho Fiscal (Arts. 40 e 41), regras sobre treinamento e seguro de responsabilidade (Arts. 42 e 43), além de contemplar função social da empresa estatal (Art. 44) e formas de fiscalização pelo Estado e pela sociedade (Arts. 35 à 50).

Em 2019, a Lei n.º 13.848, chamada de Marco Geral das Agências Reguladoras Federais, aprimora regras de governança no âmbito das agências reguladoras. No que concerne ao processo de tomada de decisões da administração descentralizada, dispõe, nos Artigos 8º à 11º, sobre a obrigatoriedade de as agências de regulação estruturarem audiências públicas, conceituadas como instrumento de apoio à tomada de decisão por meio do qual é facultada a manifestação oral pelos interessados, em sessão pública previamente destinada a debater matéria relevante, como as alterações normativas.

Por outro lado, a Lei 13.848 obriga os entes de regulação à adoção de práticas de gestão de riscos e de controle interno, bem assim a elaborar e divulgar programa de integridade, com o objetivo de promover a adoção de medidas e ações institucionais destinadas à prevenção, à detecção, à punição e à remediação de fraudes e atos de corrupção (Art. 3º, §3º).

No que se refere à instrumentos de prestação de contas e controle social, a Lei n.º 13.848 obriga os entes de regulação a elaborarem relatório anual circunstanciado de suas atividades, no qual destacará o cumprimento da política do setor, definida pelos Poderes Legislativo e Executivo, e o cumprimento dos planos: a) estratégico vigente (definido no Art. 17) e b) plano de gestão anual (definido no Art. 18), com os objetivos de: (i) aperfeiçoar o acompanhamento das ações do ente de regulação, inclusive de sua gestão, promovendo maior transparência e controle social; (ii) aperfeiçoar as relações de cooperação do ente de regulação com o Poder Público, em particular no cumprimento das políticas públicas definidas em lei; (iii) promover o aumento da eficiência e da qualidade dos serviços do ente regulador de forma a melhorar o seu desempenho, bem como incrementar a satisfação dos interesses da sociedade, com foco nos resultados; (iv) permitir o acompanhamento da atuação administrativa e a avaliação da gestão da agência (Art. 15). A fiscalização do cumprimento dos instrumentos de *accountability* dos reguladores cabe ao Tribunal de Contas da União. (Art. 14). Adicionalmente, o ente de

regulação deverá implementar, em cada exercício, um plano de comunicação voltado à divulgação, com caráter informativo e educativo, de suas atividades e dos direitos dos usuários. (Art. 16).

Com relação à eficiência, destaca-se a obrigatoriedade da prévia Análise de Impacto Regulatório (AIR) para fins de edição ou alteração de normativo, que conterá informações e dados sobre os possíveis efeitos do respectivo ato normativo, e, por fim, dispõe sobre a obrigatoriedade de publicação de dados oficiais, informações sobre consultas públicas, processos normativos, processos sancionatórios, resultados e ações das respectivas agências reguladoras, na sede e no respectivo sítio na internet (Arts. 6º à 12).

A exigência de adoção de técnicas da Administração Pública Gerencial e de governança no âmbito dos entes de regulação, é condição indispensável para viabilizar um modelo regulatório sancionador finalístico e instrumental, baseado na adoção inteligente de técnicas de dissuasão e persuasão pelo administrador público para adequação da conduta dos regulados às finalidades regulatórias.[512] O uso instrumental e finalístico da sanção como técnica de regulação demanda uma estrutura regulatória organizada, que conheça as finalidades da regulação, os instrumentos disponíveis ao regulador para execução da regulação e monitore de forma permanente os resultados da adoção desses instrumentos e da regulação, propiciando a realização da necessária e prévia análise retrospectiva das sanções já aplicadas e prognostica das sanções a serem aplicadas, avaliando constantemente a aptidão das diferentes ferramentas disponíveis ao regulador para obter a conformação do regulado no caso concreto ao ambiente regulatório, com maior eficiência e eficácia.

3.2.3. Características da regulação: setorial e descentralizada:

Com a expansão do Direito Administrativo Regulatório acompanhou-se importante desenvolvimento do regime das sanções administrativas, consolidando o Direito Administrativo Sancionador como disciplina normativa de ilícitos que ofendam

[512] Neste sentido, destaca Alice Voronoff que: *"... de uma perspectiva mais abrangente, a regulação econômico-social abarca as diferentes estratégias utilizadas pelo Estado para, em geral, intervir e atuar nos domínios econômicos e social com vista à realização das finalidades de interesse público."* [512] VORONOFF, Alice. **Direito Administrativo Sancionador no Brasil**. Belo Horizonte: Forum. 2018, p. 113.

bens jurídicos públicos no âmbito material da atividade administrativa. Entre os fenômenos que contribuem para o constante aperfeiçoamento do regime de sanções administrativas, destacados por Oliveira e Grotti estão: a) a insuficiência dos institutos de Direito Penal para tutelar bens de relevância social e econômica no campo econômico; b) o aumento da complexidade tecnológica e técnica desempenhada pelos setores econômicos regulados que demandam a necessária flexibilidade da atuação administrativa e c) a insuficiência do exercício da função jurisdicional em atender as demandas da Administração Pública regulatória.[513] Segundo os autores:

> É inegável que a regulação pressupõe, promove, constrói, alça, redefine, reconfigura a atividade sancionadora, no campo próprio em que ela se desenvolve. Não é a toa que o marco regulatório da atividade sancionadora das agências reguladoras responde por relevante parcela do desenvolvimento normativo e doutrinário recente do Direito Administrativo Sancionador.[514]

Não existe legislação geral sobre Direito Administrativo Sancionador Regulatório no Brasil. Existem diversos marcos regulatórios setoriais contemplando, cada qual, suas regras próprias. A regulação independente precisa operar com a devida proteção jurídica que lhe atribua: a) estrutura autônoma e independente[515], b) capacidade técnica para exercer as funções de planejamento e incentivo (direcionando a atuação do mercado regulado aos interesses sociais, estatais e econômicos), c) organização interna, técnica e processual que lhe permita exercer as funções de monitoramento e fiscalização, d) governança que lhe garanta processos internos transparentes e públicos, com gestão técnica, canais de comunicação, auditorias e comitês independentes, capaz de propiciar a fiscalização de seus atos pela sociedade e pelo Estado, e) potestades normativa, de fiscalização e sancionatória; f) eficiência, competência para alocar fins específicos e encontrar meios correspondentes.

Os diversos marcos regulatórios setoriais contemplam, além do conteúdo material e processual, a atividade sancionatória estatal. O poder sancionador passa a

---

[513] OLIVEIRA, José Roberto Pimenta de, GROTTI, Dinorá Adelaide Musetti. Direito Administrativo Sancionador Regulatório no Brasil breve panorama e seus desafios**.** *In:* **Coleção de Direito Administrativo Sancionador: Vol 3: Direito Administrativo Sancionador Regulatório**. coord. VORONOFF, Alice, PALMA, Juliana Bonacorsi de, TOLEDO, Renato. Rio de Janeiro: CEEJ: 2022, pp. 197-241

[514] *Ibid*, p. 197-241.

[515] Segundo José Roberto Pimenta Oliveira, "*a independência dos entes autárquicos reguladores se coaduna com a atribuição exclusiva do Chefe do Poder Executivo, de exercer a direção superior da Administração Pública, prevista no Art. 84, inciso II, da CF, na medida em que se faz a distinção entre formulação de políticas públicas setoriais e gestão pública de regulação setorial, permanecendo a atividade político-administrativa nas mãos do Poder Executivo competente*." *Ibid*, p. 204.

integrar as atribuições das autarquias de regime especial de regulação (agências reguladoras) como fator de garantia da sua efetividade. No campo teórico, no entanto, foi com a introdução da consensualidade como técnica de gestão da Administração Pública[516] que as especificidades da atividade sancionatória regulatória ganharam relevo teórico.

O Marco Geral das Agências Regulatórias Federais trata de normas de gestão, organização, processo de tomada de decisões, utilização racional dos estudos de impactos das decisões regulatórias, fiscalização e participação social na formação de normativos, mas perdeu oportunidade de contemplar um conceito ou sistematização da atividade sancionadora administrativa regulatória de forma específica. Neste sentido, destacam Oliveira e Grotti:

> Muito embora já cristalizada a relação existente entre regulação e modelos normativos administrativos sancionadores, a referida lei (Lei n.º 13.848/2019) deixou de contemplar esta matéria, de forma específica e aprofundada, o que poderia conduzi-la a outros níveis de aperfeiçoamento, eficiência, efetividade e segurança jurídica.[517]

Dentro de cada ordenamento setorial, as matérias se diversificam refletindo regulações setoriais extremamente distintas entre si, que vão desde o meio ambiente, passando por direito urbanístico, mineração, transporte viário, entre outros[518].

> É possível reservar Direito Administrativo Sancionador Regulatório para o segmento de normas de regulação, que tem como escopo enfrentar estas questões e desafios, todos essenciais ao adequado manuseio de competências regulatórias e sancionatórias, por agências independentes. Embora a heterogeneidade dos setores regulados, sobre o prisma material, seja invencível, a análise dogmática do exercício de competência de mesma índole justifica essa uniformidade de compreensão no campo científico.[519]

---

[516] Juliana Bonacorsi de Palma define a consensualidade e a atuação administrativa consensual da seguinte forma: "*A consensualidade corresponde a qualquer forma de acordo de vontades da Administração Pública abrangendo indistintamente acordos judiciais, acordos intragovernamentais e os contratos administrativos em geral. Esta conceituação de consensualidade determina a definição de atuação administrativa consensual como a ação da Administração Pública por meio de acordo em sentido amplo, seja na esfera administrativa ou judicial, seja entre Administração Pública e administrado ou exclusivamente no âmbito do Setor Público*." PALMA, Juliana Bonacorsi de. **Sanção e Acordo na Administração Pública**. São Paulo: Editora Malheiros. 2015, p. 111.

[517] *In:* **Coleção de Direito Administrativo Sancionador: Vol 3: Direito Administrativo Sancionador Regulatório**. coord. VORONOFF, Alice, PALMA, Juliana Bonacorsi de, TOLEDO, Renato. Rio de Janeiro: CEEJ: 2022, p. 200.

[518] A regulação era mais expressiva em setores econômicos tradicionais como finanças, comércio, corporações, infraestrurura. Atualmente, no entanto, se espraiou para setores de saúde, segurança, proteção ao consumidor, meio ambiente. HODGE, Graeme A; WINDHOLZ, Eric. Conceituando regulação social e econômica: implicações para agentes reguladores e para a atividade regulatória atual. Revista de Direito Administrativo, Rio de Janeiro, v. 264, p. 13-56, set./dez. 2013.

[519] OLIVEIRA, José Roberto Pimenta de, GROTTI, Dinorá Adelaide Musetti. Direito Administrativo Sancionador Regulatório no Brasil breve panorama e seus desafios**.** *In:* **Coleção de Direito Administrativo**

O problema é que, na ausência de um ordenamento único de Direito Administrativo Sancionador Regulatório organizado, cada ordenamento setorial não só descreve seus tipos próprios tipos, como cria quase que um ordenamento completo contemplando normas processuais, procedimentais, de aplicação da norma, condições de autoria, culpabilidade, prescrição, consensualidade, etc.

> Uma entidade ou órgão administrativo que recebe da lei ampla competência reguladora, a ser exercida no plano administrativo com fundamento em balizas legais de natureza aberta, evidentemente se sujeita ao ônus de normatizar, como condição prévia do exercício concretos de seus poderes punitivos. Para uma entidade reguladora, muito mais do que um poder regulamentar, existe um dever de regulamentar em matéria sancionatória.[520]

Até mesmo com relação a um âmbito regulatório setorial altamente imbricado como é o caso do sistema financeiro (envolvendo os mercados: financeiro, de valores mobiliários, securitário e cambial), os entes de regulação atuantes como: Banco Central, Comissão de Valores Mobiliários, Superintendência de Seguros Privados (SUSEP), Superintendência Nacional de Previdência Complementar (PREVIC), atuam com organização independente e cada qual com suas próprias regras e procedimentos sancionadores, ainda que integrantes do Sistema Financeiro Nacional, chegando-se a questionar se há um único Direito Administrativo Sancionador Regulatório ou tantos quanto os agentes titulares de potestade administrativa sancionatória.

3.3.Direito Penal e Direito Administrativo Sancionador

Com objetivo de solucionar os problemas concretos resultantes da necessidade de aplicação do Direito Administrativo Sancionador que não dispõe de regime jurídico próprio, incompletude incongruente com as exigências do Estado de Direito, faz-se necessário a aplicação do Direito Penal, comparativamente mais evoluído e, desde logo, mais completo. Segundo Nieto, "*a teoria da identidade ontológica não tinha outra função senão a de prestar uma cobertura teórica, a extensão do Direito Penal ao Direito Administrativo Sancionador."*[521]

Sancionador: Vol 3: Direito Administrativo Sancionador Regulatório. coord. VORONOFF, Alice, PALMA, Juliana Bonacorsi de, TOLEDO, Renato. Rio de Janeiro: CEEJ: 2022, p. 211.

[520] SUNFELD, Carlos Ary; CÂMARA, Jacintho Arruda. O Papel do Regulamento no exercício da competência sancionatória. *In:* **Coleção de Direito Administrativo Sancionador: Vol 3: Direito Administrativo Sancionador Regulatório**. coord. VORONOFF, Alice, PALMA, Juliana Bonacorsi de, TOLEDO, Renato. Rio de Janeiro: CEEJ: 2022, pp. 37-48.

[521] NIETO, Alejandro. **Derecho Administrativo Sancionador. 4º ed. Madrid: Editorial Tecnos. 2006, p. 155.**

Aplica-se o Direito Penal no âmbito do Direito Administrativo Sancionador, sob diferentes fundamentos: a) com fundamento em analogia, considerando a afinidade de ambos os grupos de ilícitos, b) via invocação da teoria da identidade ontológica entre ilícitos penais e infrações administrativas, capaz de autorizar uma extensão mais profunda de aplicação do regime jurídico penal; ou c) a partir da equivalência ontológica de ilícitos penais e administrativos, partiu-se para a construção de um supraconceito de ilícito, uma figura genérica e única do ilícito, da punição e do *ius puniendi* estatal, chegando-se a ideia de um Direito Público estatal.

Voronoff destaca que a comunicação dinâmica entre as searas penal e administrativa são antigas e seguem uma trajetória não linear, marcada por influxos contraditórios, calibrados por circunstâncias específicas de cada ordenamento jurídico. O influxo de "administrativização" de infrações teve início na década de 1970 pela influência do Direito Penal mínimo[522] e por razões de ordem prática relacionadas à sobrecarga dos tribunais. Infrações menos graves migram para o campo administrativo na busca por uma resposta estatal mais ágil e eficiente.[523]

3.3.1. Diferenças: finalidade e função próprias.

Há anos a doutrina insiste em um falso problema: o da identificação ou diferenciação ontológica entre os ilícitos penais e administrativos. Enquanto parte dos autores afirma a identidade entre ilícitos penais e administrativos, outra parte afirma que há entre eles diferenças qualitativas e/ou quantitativas, segundo suas específicas teorias.[524]

---

[522] Para Alejandro Nieto, o processo de despenalização, que atualmente assola muitos ordenamentos jurídicos pelo mundo, é a maior prova de que os ilícitos serão penais ou administrativos de acordo com a declaração do legislador em cada caso. NIETO, Alejandro. **Derecho Administrativo Sancionador**. 4º ed. Madrid: Editorial Tecnos. 2006, p. 157. Tradução livre

[523] Explica Alice Voronoff que na segunda metade do século XVIII as revoluções liberais recorrem a um Direito Penal garantista para conter o poder punitivo estatal, aprisionando no Direito Penal as infrações graves submetendo-as ao Poder Judiciário, antes inseridas na lógica do Estado de Polícia ao arbítrio da Administração Pública. Após a II Guerra Mundial, a adoção do modelo de Estado do bem estar social resulta na assunção, pelo Estado, de atividades no campo social e econômico implicando em uma expansão das sanções administrativas para viabilizar as novas competências. Em 1970, o fluxo de "administrativização" de infrações teve novo impulso na Europa pela influência do Direito Penal mínimo e pela sobrecarga dos tribunais. VORONOFF, Alice. P.p. 38-39.

[524] Neste sentido, Alice Voronoff discorre sobre os autores da literatura nacional que, a partir do pressuposto da existência de um poder estatal único (*ius puniendi* único) afirmam que não existem diferenças ontológicas entre sanções penais e administrativas, cabendo exclusivamente ao Estado, de forma discricionária, definir quais ilícitos seriam penais e quais configurariam ilícitos administrativos,

Como bem salienta Alejandro Nieto, não importa a identidade dos ilícitos penais e administrativos no plano real, porque o legislador não está obrigado a estabelecer um determinado regime jurídico em razão desta semelhança fática.[525] Para Nieto, há dois planos a serem considerados nesta distinção entre ilícitos penais e administrativos: o plano real e o plano normativo. Decidir que dois fenômenos são iguais no mundo real, não leva à conclusão inexorável de que deverão receber o mesmo regime jurídico, da mesma forma, o legislador pode adotar, no mundo jurídico, o mesmo regime jurídico para dois fenômenos ontologicamente distintos no mundo real.

Quando a doutrina afirma que dois ilícitos possuem ontologicamente a mesma natureza, tal afirmação não impõe que o regime jurídico atribuído, em consequência, deve corresponder a igualdade ontológica identificada no mundo real. Assim, a avaliação sobre a identidade dos ilícitos administrativo e penal no mundo real, não é fator determinante para que o legislador opte pela construção de seus regimes jurídicos correspondentes no mundo jurídico. Quando muito, a correspondência ontológica no mundo real entre dois institutos poderia servir para construir argumentos nas hipóteses de silêncio da norma, quando, por raciocínio lógico, se poderia sustentar que dois institutos que se correspondam entre si no mundo real mereceriam tratamento igual no mundo jurídico, ou seja, face ao silêncio da lei. Neste sentido, afirma Nieto:

> Quando os tribunais declaram enfaticamente que o regime jurídico das infrações penais e das infrações administrativas devem ser iguais porque ambas as figuras são iguais ontologicamente, faz uma afirmação rigorosamente incorreta, dado que, mesmo que aceitando a referida igualdade ontológica (que resulta duvidosa, como se verá mais adiante), na impedirá ao legislador dota-las de regime jurídico desigual. O argumento jurisprudencial vale como recurso hermenêutico para preenchimento de lacunas: em caso de silêncio da norma se pode supor que seres ontologicamente iguais merecem um tratamento jurídico também igual. E essa foi, com efeito, a primeira atitude da jurisprudência que, inicialmente não teve outra intenção senão suprir as lacunas do ordenamento administrativo sancionador com as normas do Código Penal.[526]

Deste modo, se dois ilícitos são iguais ou diferentes, cabe à lei definir. Trata-se de diferenciação restrita ao aspecto técnico jurídico. Neste sentido, Alessandra

---

decorrendo, como consequência deste raciocínio, um regime jurídico a incidir sobre a sanção e sua aplicação exclusivamente decorrente do seu aspecto formal (se classificado pelo próprio legislador como ilícito administrativo ou penal). PALMA, Juliana Bonacorsi de. **Sanção e Acordo da Administração Pública.** São Paulo: Malheiros. 2015, pp. 57-80.

[525] NIETO, **Alejandro. Derecho Administrativo Sancionador**. 4º ed. Madrid: Editorial Tecnos. 2006, p. 154.

[526] *Ibid*, p. 157. Tradução livre.

Rossi Vanini cita sentença do Tribunal de Ravenna, de 21 de novembro de 1980 que dispõe:

> ...a distinção entre ilícito e infração administrativa é, no nosso ordenamento, só normativa, não estrutural, posto que a decisão de configurar um comportamento humano como delito ou como ilícito administrativo, ainda que esteja inspirada normalmente por um critério de consideração da importância dos bens jurídicos tutelados e da gravidade da sua agressão, é somente resultado de uma decisão meramente discricionária fundada em critérios de política legislativa. O ilícito administrativo, portanto, não se distingue conceitualmente do penal, senão pela espécie de sanção cominada em lei, que é sempre uma pena pecuniária administrativa.[527]

Para Nieto, no caso de se aceitar a identidade ontológica entre ilícitos penais e infrações administrativas, hipótese que se admite à título argumentativo, dever-se-ia aceitar, como consequência, todos os respectivos efeitos jurídicos: 1º) aceitar a identidade ontológica de delitos e infrações administrativas e a correlata inserção do direito potestativo penal e administrativo sancionador num único, genérico e superior *ius puniendi* estatal; 2º) aceitar que o *ius puniendi* estatal estaria então regido pelo Direito Público estatal e não pelo Direito Penal, que seria próprio, unicamente, para uma de suas variedades; 3º) logo, o Direito Administrativo Sancionador teria que se apoiar no Direito Público estatal e não no Direito Penal.

A rigor, não há obrigatoriedade, nem lógica, nem jurídica no sentido de aplicar, ao Direito Administrativo Sancionador, o regime jurídico do Direito Penal, cuja aplicação, todavia, pode ser recomendável pelos seguintes motivos: a) o Direito Público estatal não elaborou ainda um teoria sobre *ius puniendi* do Estado capaz de ser aplicada a todas e cada uma de suas manifestações, diferente do que ocorre na seara do Direito Penal, pelo que a não adoção das técnicas e experiências já desenvolvidas seria atitude tão somente em prol a um escrúpulo sistemático; b) poderiam ser aproveitados todos os estudos sobre garantias e direitos individuais já consolidados pelo Direito Penal, direitos estes irrenunciáveis e de aplicação geral.[528]

Voronoff destaca importantes diferenças entre as finalidades do Direito Penal e do Direito Administrativo Sancionador. Enquanto o primeiro apresenta como

---

[527] ROZZI VANINI, Alessandra. Illecito despenalizzato-adminstrativo, 1990, p. 128, citada por Alejandro Nieto. NIETO, Alejandro. **Derecho Administrativo Sancionador.** 4º ed. Madrid: Editorial Tecnos. 2006, p. 159. Tradução livre.

[528] NIETO, Alejandro**. Derecho Administrativo Sancionador**. 4º ed. Madrid: Editorial Tecnos. 2006, p. 161.

finalidade principal a retribuição ao ofensor com um castigo pela lesão a bens jurídicos considerados caros à sociedade; o segundo busca a conformação da conduta dos particulares para alinhá-la aos interesses público, social e econômico definidos no ordenamento jurídico e na política setorial subjacente. Como consequência, a sanção, em cada seara do Direito, assume finalidade e justificativa diversa, o que impõe a necessidade de redirecionamento da abordagem principiológica do Direito Administrativo Sancionador.[529]

Finalmente, destacam-se as diferentes funções da sanção no Direito Penal e no Direito Administrativo Sancionador. Enquanto no primeiro, a sanção caracteriza-se como última *ratio*, pela busca da cessação do dano e da conduta danosa; no âmbito do Direito Administrativo Sancionador, a sanção é instrumento de gestão regulatória entre outros disponíveis ao gestor público para consecução do interesse público subjacente. Esta diferença ancora uma dinâmica de interpretação, aplicação e justificação da sanção muito diferente nas duas esferas do Direito, exigindo cada qual o desenvolvimento de uma teoria compatível.

3.3.2. Interfaces e limites

Ainda que considerada a autonomia do Direito Administrativo Sancionador em relação ao Direito Penal, é preciso avaliar a vertente funcional decorrente da relação entre ambos. Para além da utilidade dos princípios e normas penais para aplicação analógica e complementar no âmbito do Direito Administrativo Sancionador, importa destacar a função mais importante de integração e de contribuição para a formação do Direito Administrativo Sancionador com disciplina jurídica própria.[530]

O primeiro estágio do relacionamento entre o Direito Penal e o Direito Administrativo Sancionador é marcado pela aplicação daquele às infrações administrativas de forma supletiva e com intuito de preencher lacunas. No segundo momento, destaca-se a aplicação dos princípios de Direito Penal para auxiliar no deslinde das infrações de cunho administrativo. Num terceiro momento, defende-se que a aplicação dos princípios do Direito Penal ao Direito Administrativo Sancionador deveria

---

[529] VORONOFF, Alice. **Direito Administrativo Sancionador no Brasil**. Belo Horizonte: Forum. 2018, p. 212.
[530] NIETO, Alejandro. **Derecho Administrativo Sancionador**. 4º ed. Madrid: Editorial Tecnos. 2006, p. 164.

ser realizada de forma matizada, ou seja, nem sempre e nem todos os princípios penais deveriam ser integral e imediatamente aplicados aos ilícitos administrativos.

Como resultado, tem-se a aplicação dos princípios de Direito Penal ao Direito Administrativo Sancionador, não das regras, nem dos códigos. Todavia, é preciso entender quais princípios de Direito Penal são aplicados aos ilícitos administrativos e com qual intensidade ele incidirão.

Quando se afirma, por exemplo, que devem ser respeitadas as mesmas garantias ao infrator de norma administrativa daquelas observadas ao infrator de normas criminais, não se está a referir a todo e qualquer princípio de Direito Penal, mas àqueles princípios do Direito Penal que derivam dos postulados do Estado de Direito, declarados na Constituição Federal como direitos e garantias fundamentais. Segundo Nieto:

> 1º. Em todo caso, serão aplicados os princípios punitivos constitucionalizados, que se entendem comuns a todo o ordenamento punitivo do Estado, não obstante originariamente provenham do Direito Penal e que, naturalmente, devem prevalecer sobre qualquer disposição do legislador e 2º. Mas também são aplicáveis ao Direito Administrativo Sancionador os princípios próprios do Direito Penal não constitucionalizados, se bem em tal caso não devem prevalecer sobre os princípios específicos de outro âmbito que tenham status de lei.[531]

As normas próprias do Direito Administrativo Sancionador não devem ser substituídas ou ceder perante normas de Direito Penal, mas podem ser utilizados princípios de Direito Penal para auxílio na aplicação do Direito Administrativo Sancionador. Mas qual seria o alcance da função integradora do Direito Penal no âmbito do Direito Administrativo Sancionador?

A simples transposição automática de princípios de Direito Penal ao Direito Administrativo Sancionador gera resultados não desejados exatamente porque são estruturas diferentes, ordenamentos jurídicos diferentes, com diferentes finalidades e funções no Estado Democrático de Direito. A aplicação dos princípios de Direito Penal ao Direito Administrativo Sancionador deve ocorrer com matizes e justificada em razão da diferença entre as funções e finalidades das sanções aplicadas em cada esfera do

[531] NIETO, Alejandro. **Derecho Administrativo Sancionador**. 4º ed. Madrid: Editorial Tecnos. 2006, p. 165. Tradução livre.

Direito, representativas da própria diferença do Direito Penal e do DAS no ordenamento jurídico brasileiro. Sobre esta sistemática afirma Nieto:

> Em definitiva, aqui nos encontramos em uma mostra típica da atividade jurisprudencial: primeiro faz uma declaração rotunda (a transposição do regime penal) que revoluciona a situação anterior e logo se vê obrigada a introduzir reservas e cautelas (transposição com matizes) um pouco assustada – por assim dizer – sobre as consequências as quais o giro inicial poderia conduzir. Em nosso caso, após ter afirmado a aplicação dos princípios penais a um Direito alheio (por causa de sua pretendida identidade) os tribunais se veem forçados a recomendar prudência nesta operação, depois de ter constatado que não está tão certa desta pretendida identidade, nem é tecnicamente possível a transposição automática ou total de regimes.[532]

O resultado da relativização da aplicação dos princípios de Direito Penal ao Direito Administrativo Sancionador é que não se sabe até que ponto o essencial é a própria aplicação dos princípios ou a construção dos matizes necessários à sua aplicação de forma adequada ao campo administrativo.

Voronoff adverte que a maneira tradicional de se pensar e aplicar o Direito Administrativo Sancionador no Brasil remete à percepção de que seria primeiro necessário estender os princípios de Direito Penal ao Direito Administrativo Sancionador para, num segundo momento, realizar os matizes necessários de modo a "adaptar" os princípios de Direito Penal ao Direito Administrativo Sancionador. O problema é que não há uma justificativa ou consenso definidos para explicar os motivos e a forma desta adaptação. Para a autora:

> O problema maior não são as adaptações em si (em rigor inevitável, já que estender a seara administrativa o regime rigoroso das garantias penais não seria factível), mas a forma como elas são construídas. Por vezes, sequer são justificadas. Não se explica por que ou de que forma a incidência de certo princípio deve ser atenuada, nem por que essa mitigação se aplica a certos casos, mas não a outros relacionados ao mesmo comando normativo. Outras vezes, remete-se a afirmações vazias, como à necessidade de flexibilizar certa garantia por força das nuances do direito administrativo sancionador (que nuances?), ou diante da impossibilidade de se engessar a máquina administrativa. Num e noutro casos, é como se a exceção fossem autoevidentes e intuitivas. Quando não são. [533]

Diante deste panorama de insegurança jurídica, Voronoff propõe a construção de elementos norteadores para justificação, interpretação e aplicação do Direito Administrativo Sancionador, incluindo a interpretação dos princípios

---

[532] NIETO, Alejandro. **Derecho Administrativo Sancionador**. 4º ed. Madrid: Editorial Tecnos. 2006, p. 168. Tradução livre.

[533] *Ibid*, p. 200. Tradução livre.

constitucionais. Importa-nos aqui, a partir da mesma técnica de alinhamento de um discurso lógico e coerente para exercício da atividade administrativa sancionadora estatal, apoiar-se em uma base consistente. Para tanto, em primeiro, apresentam-se os elementos do Direito Administrativo Sancionador; a seguir, os princípios, enfatizando o princípio da legalidade.

3.4.Elementos:

Para compreensão do Direito Administrativo Sancionador, parte-se da análise da mutação de seus elementos estruturais:[534] 3.4.1. Sanção; 3.4.2. Potestade Administrativa sancionatória e 3.4.3. Infração; cada qual tratado separadamente com a finalidade de compreensão da dinâmica estabelecida entre eles e a mutação conceitual verificada nos últimos anos.

3.4.1. Sanção.

No âmbito do Direito Administrativo Sancionador, a sanção passa a ser vista de uma perspectiva repressora para uma perspectiva preventiva. A atenção, antes voltada ao dano, passa a se voltar ao risco. A culpa, dá espaço à mera inobservância das normas.[535]

O perfil das sociedades atuais, mais dinâmicas e complexas, é permeado de riscos relacionados aos mais diversos campos de exploração da atividade econômica, como novas tecnologias, aquecimento global, engenharia genética, energia nuclear. Há uma expectativa social de que o Estado responda aos mais diversos receios dos indivíduos e há uma demanda global por respostas rápidas e eficientes. Neste contexto, as infrações administrativas preocupam-se com a tipificação de condutas capazes de prevenir a ocorrência de danos e garantir a ordem pública; ao passo que o Direito Penal, excessivamente garantista e com função e finalidade diversa do Direito Administrativo Sancionador, se torna inviável para oferecer a resposta estatal adequada.

A intervenção estatal na atividade privada foi alterando seus objetivos e ganhando novos contornos. Não se trata mais de uma intervenção externa na sociedade,

---

[534] *Ibid*, p. 181.
[535] *Ibid*, p. 181.

mantendo-a tal como se apresentava, como é o caso da intervenção típica do Direito Penal, senão passa a configurar uma intervenção capaz de provocar, através de seu braço administrativo, uma modificação de condutas com finalidade de conformá-las aos interesses gerais. Ou seja, mais do que a conservação de bens jurídicos existentes, o Direito Administrativo Sancionador busca incentivar condutas e conformá-las ao interesse público. Segundo Nieto:

> A partir daqui, os mandados e proibições se referem predominantemente às condições e mecanismos da sua alteração e, consequentemente, as sanções não se dirigem tanto a desestimular os agressores como a amedrontar aqueles que se negam a participar do processo de transformação social. Porque é caso de o Estado encomendar aos particulares esta tarefa – gravando-os, se necessário, de uma sanção – dado que isso resulta mais eficaz do que a gestão pública direta. Para o Estado, em outras palavras, é mais cômodo e mais atrativo ordenar para que o façam os cidadãos, do que fazer diretamente. Atitude esta que, inevitavelmente, potência o alcance da intervenção.[536]

O Estado então assume a função de garantir o funcionamento de ambientes em que se desenvolverão os diversos setores da economia, incluindo prestação de serviços públicos essenciais, como transporte, energia elétrica, saneamento básico e infra-estrutura, e deve garantir a intangibilidade de determinados bens sociais e coletivos, como meio ambiente, saúde, educação, moradia, que pretende salvaguardar preferencialmente com medidas de prevenção.

Diferente do Direito Penal, em que a prevenção se impõe como ameaça para dissuadir aqueles que se sentem inclinados a produzir o dano, resultado descrito no tipo penal; no DAS a prevenção não se dirige diretamente contra o resultado, senão contra a utilização de meios inadequados para evitar que o resulta ocorra. A ameaça da sanção administrativa é dissuasória e trata de impedir a adoção de meios que possam provocar um resultado, prevenir a possibilidade de que se produzam resultados danosos. Assim, o risco, e não o dano, passa a ser o elemento central da sanção administrativa.

Se o risco é o elemento central capaz de gerar a imposição da sanção administrativa, a função primeira da sanção é a prevenção e não a repressão. "*Na atualidade, e a cada dia em maior medida, o risco é o protagonista do Direito Administrativo Sancionador, relegando o dano a um aspecto secundário.*"[537] Daí porque, também se torna compatível a sanção administrativa com a sanção de cunho civil,

[536] *Ibid*, p. 181. Tradução livre.
[537] *Ibid*, p. 182. Tradução livre.

indenizatória. A sanção administrativa tem como função prevenir um dano, centra-se no risco gerado pelo agente infrator. A sanção civil tem como função reparar um dano já verificado, restabelecer o *status quo ante*, mediante o pagamento de indenização. Deste modo, a sanção administrativa não é uma alternativa à indenização, senão seu complemento.

> A situação chegou a um ponto tão crítico que não se permite mais que o Estado – e o Direito – entrem em ação unicamente para regular e impor indenização pelos danos senão que a obriga a intervir antes de que o dano se produza. Do que se trata agora fundamentalmente é de prevenir danos mediante eliminação, ou ao menos redução, amparado por política pública preventivo-repressiva, que se desenvolve em várias fases. A primeira consiste na regulação quase que global das atividades dos particulares, que se complementa com inspeções permanentes e culminam em sanções quando se constata a infração por parte do regulado. O Direito Administrativo sancionador é, portanto, um elemento para a realização da referida política. Chegamos a um ponto em que o Estado assumiu um papel de garante de um funcionamento social inócuo e o Direito – em particular o Administrativo Sancionador – se converteu em um instrumento de prevenção de riscos. Uma sociedade de risco exige a presença de um Estado gestor de risco e, eventualmente, de um Direito redutor do mesmo.[538]

Sob outra perspectiva, nada obstante o Direito Administrativo Sancionador tenha se declarado defensor dos direitos e garantias individuais, à luz da tradição e da influência do Direito Penal e contaminado pelas preocupações ideológicas constitucionais, deve-se levar em consideração que, por imperativo constitucional, a tarefa primeira da Administração Pública é a de gestão (e defesa) dos interesses públicos e gerais e, neste contexto, a sanção, no âmbito do Direito Administrativo Sancionador, assume um caráter instrumental, sem, contudo, distanciar-se da sua qualidade de ser o meio potencialmente mais incisivo de ingerência da Administração sobre a esfera privada.

3.4.2. Potestade Administrativa sancionatória:

Defende-se a existência de um Direito Administrativo Sancionador diferente do Direito Penal, exercido e aplicado pela autoridade administrativa, que atua conforme processo administrativo, aplicando normas administrativas, controlado por Tribunais.

Como o próprio nome indica, o Direito Administrativo Sancionador é, antes de tudo, Direito Administrativo. A influência do Direito Penal no Direito Administrativo Sancionador não se presta a desvirtuar a natureza administrativa deste,

---

[538] *Ibid*, p. 183. Tradução livre.

tão somente lhe resulta útil no empréstimo do arcabouço de proteção de garantias e direitos, já tão desenvolvidos no Direito Penal, na falta de princípios e regras específicas do Direito Administrativo Sancionador, até que sejam estes construídos e positivados.

Para Nieto, o Direito Administrativo Sancionador possui as seguintes fontes já delineadas: 1º) núcleo mínimo e imprescindível do Direito Administrativo Sancionador, formado pelos princípios punitivos já constitucionalizados aplicados em cada caso pela jurisprudência e que não precisam coincidir, em termos de conteúdo, com o Direito Penal, posto que devem ser matizados e adaptados às peculiaridades de cada ilícito administrativo concreto; 2º) disposições expressas do Direito Administrativo Sancionador; 3º) nos casos de lacunas e silêncios nas disposições descritas no 2º item, e não integradas pelos princípios do 1º item, aplicam-se as regras do Direito Administrativo e, em último caso, os Princípios do Direito Penal devidamente adaptados às circunstâncias do ilícito concreto de que se trate.[539]

O processo de substantivação do Direito Administrativo Sancionador se coroa quando se liberta da tutela estrita do Direito Penal e conquista seu caráter administrativo, com suas normas próprias, processos próprios, jurisdição própria e princípios próprios, ainda que, em muitas oportunidades, amparados em institutos de Direito Penal, servindo-se este com função integradora, cuja aplicação ocorre de forma matizada, à luz do caso concreto e adequada ao setor ao qual se aplica.

Para Oliveira e Grotti, o Direito Administrativo Sancionador não compõe potestade própria do *jus puniendi* estatal, tal como o Direito Penal:

> Ao nosso sentir, potestades administrativas sancionadoras não se assimilam ao *jus puniendi*, entendido como "direito de punir do Estado", exercitável na órbita do Direito Penal. A singularidade das normas de DAS afasta-as do terreno penal, exigindo construção teórica e normativa própria. A categoria de "sanção" é própria da Teoria Geral do Direito, e seu uso pelo Estado não significa uniformidade de fonte normativa da sanção, nem de seu regime jurídico.[540]

O Direito Administrativo Sancionador é parte do Direito Administrativo, enraizado no Direito Público, configurando a potestade administrativa sancionadora um

---

[539] *Ibid*, p. 180.

[540] OLIVEIRA, José Roberto Pimenta de, GROTTI, Dinorá Adelaide Musetti. Direito Administrativo Sancionador Regulatório no Brasil breve panorama e seus desafios**.** *In:* **Coleção de Direito Administrativo Sancionador: Vol 3: Direito Administrativo Sancionador Regulatório**. coord. VORONOFF, Alice, PALMA, Juliana Bonacorsi de, TOLEDO, Renato. Rio de Janeiro: CEEJ: 2022, p. 211.

anexo à potestade da Administração para consecução da finalidade de gestão dos interesses públicos.[541]

Na ótica de Voronoff, a justificativa teórica para que a Administração exerça sua potestade administrativa sancionatória reside na função do Estado-Administrador para consecução de interesses públicos relevantes, no caráter instrumental da sanção administrativa e no sentido que ela assume, visando estruturar, de forma prospectiva, um sistema de incentivos a comportamentos socialmente úteis.[542]

Na mesma linha, Juliana Bonacorsi de Palma sustenta que as prerrogativas públicas para aplicação da sanção administrativa consistem em poderes "*instrumentais conferidos à Administração Pública para viabilizar ou otimizar o desenvolvimento de suas atividades em prol da tutela do interesse público*..."[543]. Ao analisar a instrumentalidade das prerrogativas públicas no contexto do Direito Administrativo, a autora indica três ordens de finalidades: (i) para satisfação das políticas públicas, (ii) para consecução dos fins que o Ordenamento Jurídico confere à Administração Pública, com eficiência; e (iii) para reafirmar a supremacia do interesse público sobre o privado.

Sob essa perspectiva, a potestade sancionatória, prerrogativa sancionatória da Administração Pública[544], deve ser exercida como instrumento condicionado pela finalidade pública.

Destacam Oliveira e Grotti que a lei de habilitação da regulação independente deve apresentar disciplina suficiente, clara e precisa sobre os fundamentos das potestades sancionadoras e seus instrumentos, inclusive, fornecendo margem de discricionariedade para o exercício da regulação eficiente.[545]

---

[541] NIETO, Alejandro. **Derecho Administrativo Sancionador**. 4º ed. Madrid: Editorial Tecnos. 2006, p. 27.

[542] *Ibid*, p. 49.

[543] PALMA, Juliana Bonacorsi de. **Sanção e Acordo da Administração Pública**. São Paulo: Malheiros. 2015, p. 56.

[544] Juliana Bonacorsi de Palma define a prerrogativa sancionatória como: "*faculdade detida pela Administração Pública de impor unilateral e imperativamente sanções administrativas". Ibid*, p. 87.

[545] OLIVEIRA, José Roberto Pimenta de, GROTTI, Dinorá Adelaide Musetti. Direito Administrativo Sancionador Regulatório no Brasil breve panorama e seus desafios**.** *In:* **Coleção de Direito Administrativo Sancionador: Vol 3: Direito Administrativo Sancionador Regulatório**. coord. VORONOFF, Alice, PALMA, Juliana Bonacorsi de, TOLEDO, Renato. Rio de Janeiro: CEEJ: 2022, p. 218.

No cenário da instrumentalidade da sanção administrativa, a consensualidade, alocada dentro do espectro de potestades administrativas regulatórias, tem sido introduzida como forma de aumentar a efetividade regulatória setorial orientada aos interesses públicos subjacentes. A consensualidade demanda dilatação da discricionariedade do administrador na atividade regulatória, pressupõe diálogo e cooperação entre regulador e regulado. Trata-se de instituto que carece de melhor estruturação, justificação e transparência para que possa atingir seus fins.

3.4.3. Infração.

O objeto do Direito Administrativo Sancionador repousa sobre um ilícito específico, a infração administrativa, para a qual a lei atribui uma sanção. A sanção administrativa é veiculada por procedimento próprio, o processo administrativo sancionador, conduzido pela autoridade administrativa competente, no qual se atribui o cometimento da infração e suas circunstâncias materiais a um autor ou responsável.

Nas palavras de Alejandro Nieto, infração administrativa consiste na "*ação humana, que a lei declara como tal, por ser causadora de um fato natural que a lei agrega a uma ordem (física, social ou moral) que o ordenamento jurídico considera digno de esta proteção*".[546] A norma administrativa sancionadora foca diretamente na ação antijurídica que implica em um risco (não no fato antijurídico). Não se trata de castigar a lesão, mas prevenir a possibilidade de que ela se produza, via adoção de meio idôneos dissuasórios ou, quando necessário, repressivos.

Para Alice Voronoff, a característica da infração administrativa torna o campo de exercício da atividade sancionadora administrativa eminentemente prospectivo, na medida em que prevenir riscos e frear ações indesejadas impõe um olhar essencialmente consequencialista a respeito da aplicação das sanções administrativas, eminentemente dissuasório (e não retributivo).[547]

Neste cenário de compreensão da infração administrativa, a função última da sanção é a promoção de conformação de condutas, mediante repressão ou ameaça de

[546] NIETO, Alejandro. **Derecho Administrativo Sancionador**. 4º ed. Madrid: Editorial Tecnos. 2006, p. 164, p. 100. Tradução livre.
[547] VORONOFF, Alice. **Direito Administrativo Sancionador no Brasil**. Belo Horizonte: Forum. 2018, p. 96.

repressão às condutas contrárias à ordem jurídica[548]. Assim, a sanção administrativa existe para garantir o funcionamento do ordenamento jurídico.

Ao conceber-se o poder sancionatório como parte inseparável da gestão, regulação e execução da função da administração pública, adquire-se maior independência e flexibilidade porque ele deve se relacionar diretamente com a consecução das finalidades da regulação. Advertem Oliveira e Grotti que a lei de habilitação da regulação independente necessita direcionar a finalidade da regulação e outorgar ao regulador discricionariedade que possibilite atuação eficiente.[549]

O Direito Administrativo Sancionador é parte do Ordenamento Jurídico Administrativo e nele deve se integrar para garantir a eficácia ao aparelho Administrativo, sem deixar-se levar por cautelas obsessivas do Direito Penal, que não se coadunam com as finalidades e natureza das sanções no âmbito do Direito Administrativo Sancionador.

O Direito Administrativo Sancionador, e porquanto, a sanção, possuem finalidades próprias, que se extraem a partir do reposicionamento do seu vetor de incidência, no contexto do giro administrativo de sua substância: da repressão para a prevenção, do dano ao risco, da defesa dos direitos individuais à defesa dos interesses gerais e coletivos.[550]

3.5.Princípios.

Os princípios do Direito Administrativo Sancionador Brasileiro são de ordem constitucional e sua acepção sofreu impacto com a expansão do Direito Administrativo Sancionador Regulatório, que coloca em cheque o modelo sancionador tradicional e passa a demandar uma melhor compreensão dos princípios, do sistema sancionador e do seu funcionamento, propondo novas abordagens interpretativas para a

[548]NIETO, Alejandro. **Derecho Administrativo Sancionador.** 4º ed. Madrid: Editorial Tecnos. 2006, p. 96.
[549] OLIVEIRA, José Roberto Pimenta de, GROTTI, Dinorá Adelaide Musetti. **Direito Administrativo Sancionador Regulatório no Brasil breve panorama e seus desafios.** *In:* Coleção de Direito Administrativo Sancionador: vol 3. coord. VORONOFF, Alice, PALMA, Juliana Bonacorsi de, TOLEDO, Renato. Rio de Janeiro: CEEJ: 2022, p. 217.
[550] NIETO, Alejandro. **Derecho Administrativo Sancionador**. 4º ed. Madrid: Editorial Tecnos. 2006, p. 200.

função da sanção no bojo da regulação, ressaltando-se uma abordagem instrumental com o objetivo de obter maior eficiência da tutela dos interesses públicos.

Oliveira e Grotti destacam que os princípios que recaem sobre o Direito Administrativo Sancionador se depreendem dos princípios estruturantes do Estado de Direito e da República, inscritos no Artigo 1º da Constituição Federal, construídos a partir de regimes de direitos e garantias fundamentais e da base principiológica constitutiva do Direito Administrativo (Art. 37, *caput*, da CF). São os princípios: a) jurídico-materiais (legalidade, tipicidade, irretroatividade da norma mais prejudicial, retroatividade da norma mais benigna, imputação adequada, pessoalidade, proporcionalidade, prescritibilidade, *non bis in* idem material) e b) jurídico-formais (devido processo legal, boa-fé, contraditório, ampla defesa, presunção de inocência, garantia de não imputação, inadmissibilidade de provas ilícitas, imparcialidade, recorribilidade, definição a priori de competência sancionadora, motivação, probidade, eficiência, economicidade, duração razoável do processo, *non bis in iden* processual) do Direito Administrativo Sancionador que devem constituir as balizas para construção de conteúdo legislativo regulatório sancionador.[551]

Com a finalidade de contextualizar e orientar de forma coerente a interpretação e justificação do Direito Administrativo Sancionador, para construção de um discurso racional de interpretação da infração, aplicação da sanção e sua justificação alinhada à compreensão das finalidades e da dinâmica regulatória, daremos ênfase a compreensão do princípio da legalidade.

3.5.1. Princípio da legalidade.

A primeira manifestação do princípio da legalidade ocorre com a obrigatoriedade de uma norma prévia (*lex previa*) que estabelece a descrição do tipo e das consequências do não cumprimento, como forma evitar a criação arbitrária de infrações e sanções, conferindo-se uma dupla proteção: ao cidadão, que possui prévio conhecimento das hipóteses em que poderá ser sancionado pelo Estado e ao Poder Público

[551] OLIVEIRA, José Roberto Pimenta de, GROTTI, Dinorá Adelaide Musetti. Direito Administrativo Sancionador Regulatório no Brasil breve panorama e seus desafios**.** *In:* **Coleção de Direito Administrativo Sancionador: Vol 3: Direito Administrativo Sancionador Regulatório**. coord. VORONOFF, Alice, PALMA, Juliana Bonacorsi de, TOLEDO, Renato. Rio de Janeiro: CEEJ: 2022, p. 219.

que saberá de antemão quais condutas, omissivas ou comissivas, deverá fiscalizar e sancionar.

Gradativamente, se percebe que a exigência de lei prévia é insuficiente. Consolida-se a necessidade de, não apenas uma lei prévia, mas uma lei certa (*lex certa*), exigindo-se a precisão normativa para evitar excessiva discricionariedade do agente público no ato de aplicação da norma, pois quanto mais precisa a lei, maior a redução da margem de discricionariedade do aplicador da norma.

> Desta forma se chega ao mandato de tipificação: uma fórmula técnica que acumula as condições de prevenção e certeza da norma. As infrações e sanções não só tem que estar previstas com anterioridade no momento de se produzir a conduta da imputação do fato à norma, senão que deve estar previsto com grande precisão, tal que privem ao operador jurídico de qualquer criatividade, analogia ou, simplesmente, desvio da letra da lei.[552]

Logo, um terceiro elemento se incluiu no âmbito do princípio da legalidade como exigência do exercício da atividade sancionatória estatal: a exigência de que a norma prévia e certa apresente *status* de lei, traduzido como exigência de reserva legal. A exigência de lei em sentido estrito tem relação com o processo de neutralização da administração na tarefa de imposição concreta de sanção.

As exigências de anterioridade, tipicidade e reserva legal não se confundem. A anterioridade é a exigência de uma norma prévia ao cometimento da conduta infracional, para impedir que o cidadão seja surpreendido com a imposição de uma sanção arbitrária. A tipicidade é a exigência de uma norma certa, para possibilitar ao cidadão o conhecimento mais exato possível das condutas vedadas que poderiam ensejar a atividade repressora estatal. Por fim, a reserva legal tem como objetivo conceder uma garantia adicional ao administrado, relativa ao princípio democrático do sistema representativo, segundo o qual o cidadão consente à uma câmara de eleitos via sufrágio universal, a construção de tipos legais que, se cometidos, permitem a imposição de sanção.

Verifica-se uma radical contradição entre os dogmas clássicos do princípio da legalidade do Direito Penal (abrangendo a tipicidade e a reserva legal) e a realidade que se impõe na seara do Direito Administrativo Sancionador, que não consegue se

---

[552] NIETO, Alejandro. **Derecho Administrativo Sancionador**. 4º ed. Madrid: Editorial Tecnos. 2006, p. 202. Tradução livre.

ajustar a tantas exigências e que, para aplicação concreta, se utilizam técnicas de flexibilização das mais variadas que acabam por tornar o princípio da legalidade irreconhecível, criando decisões arbitrárias e excessivamente díspares, sacrificando a segurança jurídica. Nas palavras de Nieto:

> O grave é quando a contradição se translada ao plano da prática, já que o juiz se encontra em um dilema inquietante: ou se atem ao dogma sacrificando as circunstâncias específicas do caso em concreto, ou se atem a esta, sacrificando aquelas. Todavia, se as decisões fossem uniformes, poderiam agradar ou não, mas haveria menos insegurança jurídica. Na jurisprudência, no entanto, cada juiz se inclina, imprevisivelmente, por qualquer das opções do dilema e, em alguns casos, se alinham à risca à integridade do princípio, enquanto, em outros casos, admitem todas as ordens de flexibilização, algumas, de fato, pitorescas.[553]

O alcance e conteúdo concreto do princípio da legalidade incidente no Direito Administrativo Sancionador não se deduz diretamente do Direito Penal.

Para o Direito Penal, o princípio da legalidade pressupõe um repertório amplo de manifestações e garantias, entre as quais se destacam: o princípio da reserva legal para definição das condutas constitutivas de delitos e respectivas penas, a proibição do uso do costume como fonte do Direito, a proibição da analogia *in malam partem* e da interpretação extensiva, a irretroatividade de normas penais desfavoráveis para o réu, a determinação certa das normas penais, a proibição do *bis in idem*, a garantia jurisdicional e a garantia da execução penal.[554]

Para Alejandro Nieto, o núcleo duro do princípio da legalidade no Direito Administrativo Sancionador pressupõe os seguintes elementos: mandado de reserva legal, de tipificação, proibição do *bis in idem* e irretroatividade da norma sancionadora desfavorável. Como limites imprecisos do princípio da legalidade na seara sancionadora administrativa, o autor aponta a proibição da analogia *in pejus* e a proporcionalidade das sanções.[555] Os contornos e profundidade destes elementos são específicos do Direito Administrativo Sancionador, portanto, diferentes do Direito Penal.

---

[553] *Ibid*, p. 206.

[554] NIETO, Alejandro. **Derecho Administrativo Sancionador**. 4º ed. Madrid: Editorial Tecnos. 2006, p. 208.

[555] NIETO, **Alejandro. Derecho Administrativo Sancionador**. 4º ed. Madrid: Editorial Tecnos. 2006, p. 208.

Questiona-se se há um núcleo de exigência do princípio da legalidade sob a perspectiva da reserva legal e da tipicidade no âmbito do Direito Administrativo Sancionador?[556] Isso porque, na prática, verifica-se uma margem de discricionariedade administrativa na atuação do Administrador Público, razão porque mostra-se relevante a análise das peculiaridades relativas à reserva de lei e à tipicidade.

3.5.1.1.Reserva legal.

Com relação à exigência de reserva legal, defende-se a ideia de que o Direito Punitivo Estatal apresenta diferentes níveis de rigor quando comparadas as exigências próprias do Direito Penal e aquelas do Direito Administrativo Sancionador.

Alejandro Nieto assevera que da aplicação da exigência de reserva legal penal ao Direito Administrativo Sancionador decorrem diversas e contraditórias consequências.[557]

A primeira consequência desastrosa é a confusão indevida entre juízes e autoridades administrativas sancionadoras, pois, enquanto a função daqueles é a aplicação da lei, a função destes é a de gestão de interesses gerais, da qual a atividade sancionatória constitui parte sistematicamente integrante. Neste sentido, a aplicação da exigência de reserva legal ao Administrador o caracteriza como mero aplicador objetivo de normas sancionadoras, desconectando-o de sua missão de gestão de interesses públicos, visto que *"a potestade sancionadora administrativa se corporifica e ganha autonomia ao se separar da referência matriz de gestão administrativa"*.[558]

---

[556] A previsão de infração e sanção administrativa correspondente pode estar prevista em lei diretamente e com máxima densidade normativa, de forma a exaurir os tipos e as sanções administrativa, restando atendida integralmente a reserva legal. Dinâmica que, contudo, não é comum. Já a reserva relativa corresponde aos casos em que a lei não é exaustiva, restando margem normativa complementar de competência do Poder Executivo. A reserva de lei relativa por ser: a) por habilitação legal expressa e definida: quando a lei descreve tipos e sanções interpretáveis através de conceitos indeterminados, cabendo a Administração Pública regulamentá-la, delimitando prévia e claramente a proibição legal; ou b) por remissão: quando a lei apenas remete a disciplina ao regulamento administrativo. Será direta quando a lei estabelecer expressamente ao Poder Executivo a tarefa de especificar os tipos infracionais e as sanções respectivas em conformidade com a política pública definida no respectivo marco legal setorial. Será indireta quando a lei estabelecer, apenas e de forma geral, que o descumprimento de regulamentos administrativos constituirá infração.

[557] *Ibid*, p. 203.

[558] NIETO, Alejandro. **Derecho Administrativo Sancionador**. 4º ed. Madrid: Editorial Tecnos. 2006, p. 203. Tradução livre.

A segunda consequência negativa deriva do fato de que, no Direito Administrativo Sancionador, diferente do Direito Penal, os valores administrativos que ensejam a tipificação e a subsunção dos descumprimentos respectivos às infrações emanam da atividade administrativa de gestão e aumentam ou se reduzem em função dessa mesma atividade administrativa. Já no Direito Penal, de maneira diversa, há uma seleção legislativa prévia de condutas de desvalor as que o Estado considera merecedoras de repressão, que se reduzem ou expandem de acordo com a vontade do legislador em lei, cuja aplicação é de competência do Poder Judiciário.

Como terceira consequência resultante da exigência da reserva legal ao Direito Administrativo Sancionador com o mesmo rigor do Direito Penal, destaca-se a inadequação de criar-se cada vez mais regras administrativas sancionadoras, consequência inevitável da expansão da gestão da administração, formando-se uma grande rede sancionatória repressiva cujo cumprimento, pelo cidadão, e repressão, pela Administração, se impõe como desafio quase impossível e de inviável superação. O excessivo rigor legislativo na tipificação de infrações administrativas não se coaduna com a necessária flexibilidade que o gestor público precisa para avaliar o instrumento de resposta adequado à finalidade regulatória, ao analisar determinada infração no caso concreto, desvirtuando a atividade da administração de sua função de gestão dos interesses públicos e coletivos.[559]

Assim, no âmbito do Direito Administrativo, entre a teoria do dogma rigoroso do princípio da legalidade, cuja intangibilidade se sacraliza como conteúdo irrenunciável do Estado de Direito, e a realidade de sua aplicação, existe um abismo. É que diferente do Direito Penal, no Direito Administrativo existem diversas legislações setoriais esparsas que tipificam cada qual as infrações administrativas conexas com as

[559] Neste sentido, adverte Daniel Andrade Fonseca, em estudo das sanções impostas pela Anatel que *"a mera aplicação de sanções, em maior parte pecuniárias, não tem garantido a correção das condutas reiteradas dos entes regulados, bem como não tem sido capazes de desestimular a conduta nociva dos demais agentes, gerando, por outro giro, uma cultura da impunidade baseada na avaliação dos custos do cometimento da irregularidade, considerando-se a incidência de multa extemporânea, e o custo de correção de suas práticas."* FONSECA, Daniel Andrade. Comando e Controle Verus Regulação Responsiva no Setor de Telecomunicações. Disponível em: https://repositorio.enap.gov.br/bitstream/1/4104/1/Daniel%20Andrade%20Fonseca.pdf. Acesso em: 17 de abril de 2023. No âmbito das concessões de serviços públicos. A autora nomeia de falha sancionatória a aplicação de sanção que tome por base: (i) legalismo estrito, (ii) enquadramento estático; (iii) punitivismo; (iv) sobrevalorização do efeito simbólico da sanção e (v) imperatividade. PALMA, Juliana Bonacorsi de. **Identidade das sanções administrativas nas concessões de serviços públicos**. In: Experiências Práticas em Concessões e PPP: Estudos em homenagem aos 25 anos da Lei de Concessões. Vol. I – Estrutura e Arbitragem. São Paulo: Quartier Latim, 2021, pp. 425-456.

correlatas atividades administrativas de gestão regulatória. Neste sentido, pode-se avaliar os diversos marcos regulatórios setoriais brasileiros, as tipificações contidas nas normas não se mostram precisas, nem diretas, mas por remissão.

Resta assim o seguinte cenário: o Direito Administrativo Sancionador emprestou o conteúdo do princípio da legalidade do Direito Penal. Todavia, a realidade impõe que sua aplicação no âmbito do Direito Administrativo Sancionador deve ser realizada necessariamente com determinados matizes. Desta forma, o princípio da legalidade apresenta-se concretamente com um conteúdo ambíguo de contornos imprecisos. Alice Voronoff destaca a ausência de parâmetros para compreensão do princípio da legalidade incidente sob o Direito Administrativo Sancionador. Segundo a autora, no cenário brasileiro, se observa um ambiente de falta de entendimento e alta imprevisibilidade, destacando a necessidade de densificar parâmetros apropriados, guiados pelo discurso de justificação, interpretação e aplicação do Direito Administrativo Sancionador.[560]

Gradativamente, a exigência da lei formal completa se mostrou de difícil aplicação no Direito Administrativo Sancionador. A tipificação já não se mostra precisa e direta nas leis sancionadoras, dando lugar à tipificação por lei indireta ou por remissão. Para Alice Voronoff, é preciso reconhecer uma reserva de lei relativa e material para definição de infrações e sanções. Essa reserva é compatível com a edição de leis de densidades normativas diversas, mas exige, no mínimo, habilitação legal explícita e remissão legal suficiente.[561]

A remissão indireta em branco, ou seja, a remissão legal indireta sem instruções legais que balizem a regulamentação pelo Executivo na tarefa de complementação e disciplina da matéria, o que equivale a simples cobertura legal para possibilitar a imposição de sanção (na qual a lei apenas estabelece que o descumprimento às normas e determinações de entidade da Administração Pública constituirá infração)[562]

---

[560] VORONOFF, Alice. **Direito Administrativo Sancionador no Brasil**. Belo Horizonte: Forum. 2018, p. 214.

[561] *Ibid*, p. 239.

[562] BRASIL. Lei 10.233 de 5 de junho de 2001. Dispõe sobre a reestruturação dos transportes aquaviário e terrestre, cria o Conselho Nacional de Integração de Políticas de Transporte, a Agência Nacional de Transportes Terrestres, a Agência Nacional de Transportes Aquaviários e o Departamento Nacional de Infra-Estrutura de Transportes, e dá outras providências. Confira como exemplo o Art. 78-A da Lei n.º 10.233 de 2001. "*Art. 78-A. A infração a esta Lei e o descumprimento dos deveres estabelecidos no contrato de concessão, no termo de permissão e na autorização sujeitará o responsável às seguintes sanções,*

torna o princípio da legalidade irreconhecível, convertendo, na concepção de Alejandro Nieto, a atividade sancionadora administrativa em atividade inventora.[563]

Se repudia que a Lei preveja cláusulas de remissão em branco, incondicionadas ou mesmo não apresente cláusulas suficientes para que o Executivo tenha critérios e instruções suficientes para regulamentar, pois tal situação se converteria em uma habilitação[564] ao Executivo para diretamente legislar, subvertendo a ordem e divisão dos Poderes do Estado.

É preciso definir os contornos do conteúdo do princípio da legalidade, sobre a perspectiva da reserva legal, específico e incidente sobre o Direito Administrativo Sancionador, eis que não se mostra adequado adotar a reserva legal nem como uma formulação genérica, nem como formulação idêntica à do Direito Penal.

A aplicação da reserva legal penal no âmbito do Direito Administrativo Sancionador, acabaria por beneficiar aos infratores, posto que a rede legal jamais conseguiria ser densa o suficiente, nem flexível o bastante como se revela a norma regulamentar. Deste modo, a reserva legal no âmbito do Direito Administrativo Sancionador não exclui a possibilidade de regulamentos editados pelo executivo no âmbito sancionador.

A partir da intepretação contemporânea da incidência da reserva legal no âmbito do Direito Administrativo Sancionador, cabe reconhecer a impossibilidade de que uma lei em sentido formal esgote a totalidade de aspectos da descrição de infração administrativa e/ou sanção, sem demandar, em espaço algum, o desenvolvimento, tecnicidade e mutabilidade da norma regulamentar.

Admite-se que o Poder Executivo disponha de potestade regulamentar, de modo que seja admissível que uma lei descreva o desenho inequívoco das infrações

---

aplicáveis pela ANTT e pela ANTAQ, sem prejuízo das de natureza civil e penal." Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/leis_2001/l10233.htm. Acesso em: 18 de dez. de 2023.

563 NIETO, Alejandro. **Derecho Administrativo Sancionador**. 4º ed. Madrid: Editorial Tecnos. 2006, p. 206.

564 Alejandro Nieto afirma que a as expressões: remissão e habilitação são muitas vezes usadas pela jurisprudência como sinônimas, de forma inadequada. Para o autor, mediante a habilitação, a Lei permite que o Executivo expeça um regulamento sobre a mesma matéria que a Lei regulou (o que, para o autor, seria inviável por definição), ao passo que a remissão supõe que a Lei faz seu o conteúdo do Regulamento futuro, que apenas completa o texto da Lei remitente. NIETO, Alejandro. **Derecho Administrativo Sancionador**. 4º ed. Madrid: Editorial Tecnos. 2006, p. 268.

administrativas e das sanções, mas seja desdobrada posteriormente por regulamento capaz de especificar a matéria, definir contornos ou determinar conceitos jurídicos, em nome da segurança jurídica. Nieto afirma:

> É impossível que a lei, em determinadas matérias, prever de antemão, de forma precisa e exaustiva, toda uma série de circunstâncias das quais, ademais, muitas vezes devem ser objeto de múltiplas correções no curso do tempo para adequá-las à dinâmica da própria matéria social a qual se refere. Exigir de uma lei, em tais casos, uma delimitação estrita dos tipos sancionáveis, além de impossível, resultaria disfuncional em muitos setores.[565]

A colaboração do regulamento não constitui uma exceção à reserva legal, senão uma modalidade do seu exercício. A Lei, caso quiser, poderá esgotar a matéria, mas também pode decidir ficar incompleta, deixando espaços abertos para serem regulamentados, encomendando a tarefa ao regulador administrativo. Com efeito, as normas sancionadoras podem limitar-se a descrever alguns tipos e elementos comuns e essenciais aos tipos de infração, remetendo, desde logo, de forma implícita ou explícita, a um regulamento setorial para que complemente a descrição.

A legitimidade da edição de normas administrativas sancionadoras reside, em parte, na causa objetiva que justifique essa possibilidade, como, por exemplo, nos casos de colaboração de regulamentação técnica em determinadas matérias, oriundas de setores específicos da economia e, em outra parte, na oportunização da participação da sociedade e regulados no processo normativo.

Nota-se cada vez mais o uso pela Administração Pública de instrumentos de legitimação democrática em procedimentos que contam com a participação popular na elaboração de tomada de decisão regulatória, como consultas e audiências públicas.[566] Segundo Leonardo Oliveira da Silva:

> A execução da regulação, como mecanismo de intervenção Estatal na economia, pressupõe sua inserção em um sistema administrativo de cooperação e de controle mútuos. A regulação estatal, portanto, não começa com o ato regulatório da agência, mas integra um sistema regulatório de formulação e implementação de políticas públicas setoriais no qual as agências

[565] NIETO, Alejandro. **Derecho Administrativo Sancionador**. 4º ed. Madrid: Editorial Tecnos. 2006, p. 265.

[566] Ao estabelecer critérios para analisar os graus de democratização de um ou de outro processo político, o autor pressupõe que quanto maior o acesso ao nivelamento de informações disponíveis a respeito das alternativas possíveis, mais democrático será o processo de elaboração de determinada política pública. DAHL, Robert. **Um prefácio à democracia**. Tradução: Ruy Jungman. Rio de Janeiro: Zahar Editor. 1956, p. 84.

> reguladoras são apenas mais uma peça dentre muitas outras intimamente envolvidas. [567]

Nesta mesma linha, a própria Lei n.º 13.848/2019, que retrata o Marco Geral das Agências Reguladoras, determina a realização de Análise de Impacto Regulatório (AIR) anterior à edição de normas para reunião de dados sobre possíveis efeitos decorrentes das normas (Art. 6º), bem assim, consulta pública como instrumento de apoio à tomada de decisão do administrador, demandando prévia participação da sociedade, sobre propostas de normas regulatórias aplicável ao setor de atuação da agência reguladora, institucionalizando-se um processo democrático de tomada de decisão de cunho regulatório pelo administrador (Art. 9º). Para Nieto:

> Visto assim o panorama, adquire a reserva legal uma nova dimensão: não é tanto o dever do legislador de tipificar as sanções como que tenha a possibilidade de fazê-lo e decidir se irá faze-lo diretamente ou vai encomendá-lo ao Executivo. A reserva legal implica, então, uma proibição ao regulamento de entrar por sua própria iniciativa no âmbito legislativo determinado, mas não proíbe o legislador de autorizar o Executivo para que o faça...

De fato, a Administração se tornou multipolar e as dicotomias tradicionais do Direito Administrativo vem sendo substituídas por soluções híbridas.

Neste contexto, há quem defenda uma reconfiguração estrutural do Estado, a partir do princípio da essencialidade, que se presta a reconhecer uma reserva legal da Administração a partir de uma concepção material e positiva das funções do executivo, e não apenas formal e negativa[568], segundo a qual a competência normativa da administração é demarcada pelo regramento de matérias técnicas.

Tem-se sustentado a substituição do princípio da legalidade pelo princípio da juridicidade[569], ou seja, pela previsão dos ilícitos e suas sanções administrativas em norma de qualquer *status*, não necessariamente em lei formal, o que, segundo Alejandro Nieto, não configura um retrocesso, mas decorre de uma imposição da realidade, dado que é impossível realizar uma tipificação exaustiva por meio de leis formais. O princípio

---

[567] SILVA, Leonardo Oliveira da. **Autonomia Regulatória**. Rio de Janeiro: Lumen Iuris, 2019; p. 189.
[568] MONCADA, Luís S. Cabral. **Lei e regulamento.** Coimbra: Coimbra Editora. 2002, p. 372-373.
[569] Neste sentido sustenta Alexandre dos Santos Aragão que o sentido da legalidade administrativa opera como um bloco de legalidade que incorpora valores, princípios e objetivos jurídicos maiores da sociedade. ARAGÃO, Alexandre dos Santos. A concepção pos positivista do princípio da legalidade. Revista de Direito Administrativo -RDA. Rio de Janeiro: Renovar, v. 236, pp. 51-64, abr./jun. 2004, p. 63.

da legalidade incidente sobre o Direito Administrativo Sancionador não pode supor a regulamentação exclusiva via leis formais.[570]

Para Egon Bockman Moreira, o poder normativo da administração se verifica em duas hipóteses: quando não reservada determinada matéria à lei formal e quando se está diante de uma hipótese de reserva da administração.[571]

A reserva da administração não contrasta com o princípio da separação dos poderes. Ela possui as dimensões: ampla e restrita. A primeira decorre do princípio da separação dos poderes e impõe aos demais poderes um dever de autocontenção ante o exercício das competências alheias. A noção restrita equivale à reserva especial da administração.[572]

A reserva de regulação constitui uma espécie de espaço normativo da Administração, cuja legitimidade se extrai de uma interpretação teleológica da Constituição que elege como essencial a atividade regulatória como agente normativo da economia (art. 174). Os Artigos 4º à 6º do chamado Marco Legal da Regulação (Lei n.º 13.848/2019) dispõem sobre o poder normativo do ente de regulação, atrela sua legitimidade a um processo decisório que preceda de consulta prévia pública às associações privadas e à sociedade e de estudos a partir de análises de impacto regulatório (Arts. 6º e 9º).

A identificação, no ordenamento jurídico nacional, de espaços livres para a atuação normativa da administração indireta resulta da "*interpretação teleológica da Constituição e da compreensão sistemática do conjunto de normas relativas a cada setor regulado."* [573]

Na prática, no entanto, muitas vezes não se mostra nítida a remissão da Lei, nem seus limites, formando-se uma zona confusa na qual os Tribunais precisam

---

[570] NIETO, Alejandro. **Derecho Administrativo Sancionador**. 4º ed. Madrid: Editorial Tecnos. 2006, p. 205.

[571] MOREIRA, Egon Bockman. Agências Administrativas, Poder Regulamentar e Sistema Financeiro Nacional. *In:* RDA – Revista de Direito Administrativo, Rio de Janeiro, out/dez.1999. v. 218, p.102-103.

[572] MACERA, Paulo Henrique. Reserva da Administração: delimitação conceitual e aplicabilidade no direito brasileiro, in: RDDA - Revista Digital de Direito Administrativo. Vol 1, n. 2, p. 333-376, 2014, p, 342.

[573] SILVA, Leonardo Oliveira da. **Autonomia Regulatória**. Rio de Janeiro: Lumen Juris. 2019, p. 241.

decidir, caso a caso, se houve ou não extrapolação da permissão regulamentar do Poder Executivo em determinado caso.

3.5.1.2.Mandado de tipificação.

Alejandro Nieto denomina mandado de tipificação a exigência de lei certa, que objetiva proteger a segurança jurídica, reduzir a discricionariedade e o arbítrio na aplicação do Direito. Consiste em exigir que os textos descritivos das normas sancionadoras sejam suficientemente precisos, em especial, a redação das condutas que se atrelam à sanção e das próprias sanções. Trata-se, portanto, de um duplo mandado: tipificação de infrações e tipificação de sanções.[574]

O mandado de tipificação determina que a lei sancionadora deve ser certa. A partir de sua leitura deve ser possível extrair os elementos essenciais que a caracterizam, sob pena de ser taxada como insuficiente. As exigências contidas no mandado de tipificação no Direito Penal e no Direito Administrativo Sancionador são bastante diversas, em razão da diferença de matriz, mas, especialmente, em razão da diferença de estrutura normativa entre a norma penal e a norma administrativa sancionadora. Como ensina Neto:

> No Direito Penal a estrutura da norma punitiva é muito simples, posto que tanto a tipificação da infração como a atribuição da sanção tem lugar, salvo exceções, de forma direta e individualizada, enquanto que no Direito Administrativo Sancionador o mecanismo é muito mais complexo, já que, com frequência, a tipificação não é direta, mas por remissão, e a atribuição de sanção não é individualizada, mas senão genérica.[575]

A exigência de tipificação da norma sancionadora é uma exigência de segurança jurídica e se materializa na suficiência de informações do tipo, capaz de permitir ao administrado conhecer, de antemão, as consequências jurídicas de suas condutas, ou seja, a partir da leitura da norma, o cidadão deve poder compreender se uma determinada conduta constitui infração, bem assim, saber qual seria a resposta punitiva àquela infração.

---

[574]*Ibid*, p. 203-303.
[575]*Ibid*, p. 304. Tradução livre.

Há duas possibilidades de insuficiência normativa que podem comprometer o mandado de tipificação: a imperfeição na remissão realizada pela lei ou na tipificação regulamentar.

No primeiro nível normativo a suficiência implica na exigência de que uma norma descreva os elementos essenciais de uma infração. Na fase de aplicação da norma, exige-se que o fato concreto imputado ao autor corresponda exatamente com o descrito previamente na norma, sob pena de não se lograr a subsunção do fato à norma. Todavia, sabe-se que exigir a exata identificação entre os fatos provados e a norma não é real, pois é materialmente impossível que o legislador descreva a norma com absoluta precisão de forma a cobrir todos os fatos da vida real, cabendo ao operador do Direito avaliar, caso a caso, se é possível concluir pela subsunção do fato à norma, ou seja, se se verificam os elementos essenciais do tipo nos fatos comprovados.

Cabe questionar qual seria o nível de precisão da norma e do regulamento para possibilitar a subsunção do fato à norma no Direito Administrativo Sancionador. Para Nieto, a regra do mandado de tipificação não pode exigir que o Direito Administrativo Sancionador seja absolutamente preciso, admitindo certa margem de indeterminação. Porém, reconhece ser árdua a tarefa de determinar quando se pode considerar que há o mínimo de precisão da norma, o que, no seu entendimento, pode ser apenas realizado via causuística, permitindo a subsunção do fato à norma sempre que, após análise do caso concreto, seja possível, em virtude de critérios lógicos, técnicos ou de experiência, prever, com suficiente segurança, a conduta regulada.[576]

Seria possível que a norma administrativa sancionadora utilize conceitos jurídicos indeterminados e conceitos cuja delimitação permita uma margem de apreciação, sem que seja violado a exigência de lei certa. Nas palavras de Nieto:

> A tipificação pode ser bastante flexível para permitir ao operador jurídico uma margem de atuação no momento de determinar a infração e sanção concretas, mas não tanto a ponto de permitir que crie figuras de infração suprindo as imprecisões da norma.[577]

[576] *Ibid*, p. 308-310.
[577] *Ibid*, p. 310. Tradução livre.

O mandado de tipificação se manifesta em dois planos sucessivos, vez que a norma primeiro descreve a infração, com seus elementos essenciais, e, logo, lhe atribui uma sanção[578].

A sistemática de atribuição de sanções às infrações por classes, afasta a técnica da aplicação automática e atribui ao operador jurídico maior margem de atuação na tarefa de imposição da sanção. Segue o autor:

> A administração, com efeito, depois de ter constatado os fatos e circunstâncias, deve proceder da seguinte maneira: a) subsunção da atuação em um tipo normativo da infração; b) subsunção do tipo em uma classe da sanção; c) determinação da correlação entre a classe de infração e a classe de sanção e d) atribuição de uma sanção concreta escolhida entre as que se encontrem na determinada classe.[579]

O conteúdo do mandado de tipificação no âmbito do Direito Administrativo Sancionador impõe que a Lei deva predeterminar suficientemente as infrações e as sanções, assim como a correspondência entre umas e outras, mas não implica em que essa correlação deva ser automática, com a exclusão do poder de apreciação por parte dos órgãos administrativos no ato de imposição da sanção concreta.

O sistema de correspondência não individualizada entre infrações e sanções pode dar margem, mais ou menos ampla, à discricionariedade administrativa ou judicial na aplicação da sanção ao caso concreto. O que, no entanto, não se admite é que não existam critérios prefixados em lei para atribuição da sanção à infração, pois isso equivaleria à simples habilitação da Administração Pública por norma vazia de conteúdo material próprio, o que seria inconstitucional.[580]

A legitimidade da sanção aplicada concretamente à determinado autor de infração administrativa repousa, então, na correspondência legal, ainda que não individualizada, da sanção à infração, bem assim na proporcionalidade da sanção

---

[578] Todavia, a norma sancionadora administrativa também pode realizar a tipificação através de estrutura mais complexa, declarando-a genericamente e remetendo a caracterização da infração e outro preceito normativo, de tal forma que a tipificação administrativa sancionadora resulta da conjunção entre a norma que estabelece a proibição e a norma genérica que estabelece que respectiva violação constitui infração. *Ibid*, p. 315.

[579] *Ibid*, p. 347.

[580] NIETO, Alejandro. **Derecho Administrativo Sancionador**. 4º ed. Madrid: Editorial Tecnos. 2006, p. 350.

atribuída à infração, e suas circunstâncias objetivas e subjetivas, concretamente analisadas.

A discricionariedade da administração no exercício de atribuição de sanção decorrente da infração administrativa concretamente analisada será suscetível de controle judicial. Os tribunais com o mesmo fundamento do princípio da proporcionalidade poderão efetuar o controle do exercício discricionário da potestade sancionadora da Administração. A discricionariedade exercida sem controle se converte em arbitrariedade.

3.6.Da cultura repressiva à regulação por incentivos

Sobre a gradual alteração do perfil da regulação estatal, inicia-se com um breve histórico, segue-se com a apresentação de aspectos gerais relacionados à crise da técnica de comando e controle, primeiro no contexto mundial e, após, no cenário nacional, apontando, ao fim, a influência internacional que aponta para a adoção de abordagem regulatória de viés mais cooperativo.

3.6.1. Breve histórico.

As novas leituras de conceitos clássicos e importantes do Direito Administrativo Sancionador, a exemplo da: (i) interpretação do princípio da legalidade, (ii) compreensão da instrumentalidade da dinâmica sancionatória e da sanção, (iii) interpretação do Direito Administrativo Sancionador a partir da matriz do Direito Público Administrativo com suas finalidades e funções que lhes são próprias e (iv) construção de um discurso coerente para interpretação, aplicação e justificação do Direito Administrativo Sancionador; impulsionadas por um panorama real que indica uma nova relação entre público e privado, incluindo adoção de modelos de contratação pública mais paritários, adoção de técnicas negociais de composição de conflitos, de gestão mais afinada com resultados (e não com o processo) e adoção de instrumentos de participação pública para tomada de decisões; não se coadunam com a cultura repressiva da Administração Pública típica do Estado Liberal e da regulação por comando e controle.

Segundo Juliana Bonacorsi de Palma, a cultura repressiva evidenciada na Administração Pública deve-se a quatro fatores:

> (i) legado histórico da administração pública como centro do exercício da autoridade estatal; (ii) compreensão da prerrogativa sancionadora como dever-poder; (iii) valorização dos efeitos da sanção administrativa e (iv) demanda repressiva tanto por parte da própria Administração Pública quanto pelos órgãos de controle.[581]

A autora identifica a primeira base da cultura repressiva arbitrária da Administração Pública como a compreensão da "*administração pública como centro do exercício da autoridade estatal"* com fundamento no poder de polícia, que pressupõe, a partir da norma jurídica dotada de descrição da conduta típica e sanção, um dever de aplicação segundo a atuação autoritária estatal e segundo uma lógica repressiva. O Estado impõe e exige comportamentos que, caso não cumpridos, ensejam imposição obrigatória da sanção vinculada em lei pelo Administrador Público.

A segunda base da cultura repressiva da Administração Pública corresponde a "*compreensão da prerrogativa sancionatória como um dever-ser inescusável*"[582], que se coaduna com o princípio da inafastabilidade das prerrogativas públicas. Neste contexto, a imposição da sanção perante o cometimento da infração constitui um dever da Administração. A sanção passa a ser um fim em si mesmo com eminente caráter retributivo.

A terceira e quarta bases da cultura repressiva da Administração Pública relacionam-se com a valorização dos efeitos da sanção administrativa, *"mais precisamente do efeito simbólico da sanção aplicada pelo Poder Público, que previne novas infrações administrativas."*[583] Se o administrador público tem como alternativas apenas a escolha binária de sancionar ou não sancionar, neste sistema, a não imposição de sanção, além de constituir um ato de improbidade (à luz do dever-ser inescusável de aplicação da sanção) constituiria simbolicamente em um estímulo à transgressão da norma para os demais regulados, maculando a autoridade estatal.

A superação da cultura repressiva no âmbito do Poder Público importa, em primeiro, em destacar que a matéria punitiva estatal não é retributiva, mas uma técnica de gestão a serviço da Administração Pública para consecução das finalidades públicas a que está adstrita. Em segundo, a atuação da administração Pública deve centralizar seus

---

[581] PALMA, Juliana Bonacorsi de. **Sanção e Acordo da Administração Pública**. São Paulo: Malheiros. 2015, p. 296.
[582] *Ibid*, p. 298.
[583] *Ibid*, p. 299.

esforços para solucionar o problema fático e, para tanto, a sanção pode não ser o meio mais adequado. Segundo Juliana de Palma:

> Trata-se de deslocar o foco de atuação sancionatória do sujeito do processo sancionador para o problema colocado no caso em concreto, considerando que a resposta estatal spot integra um cenário mais abrangente de política regulatória, de forma que as mais específicas respostas estatais compõem a disciplina dos setores. É reconhecer que a medida aflitiva pode não ser a resposta mais adequada para disciplinar o problema colocado ou, ainda, não compassa com a política regulatória adotada pelos entes da Administração Pública. Tem-se aqui claro embate entre cultura repressiva e eficiência da atuação administrativa.[584]

Um dos instrumentos que o regime jurídico-administrativo dispõe para satisfazer as finalidades públicas é a consensualidade, cuja recepção pela Administração Pública de viés punitivista tem sido controversa.

A análise instrumental do Direito Administrativo Sancionador parte da premissa de que os institutos de Direito Administrativo são condicionados à consecução das finalidades públicas e, portanto, são fungíveis entre si, ressalvados os casos em que a Lei obriga o emprego de determinado meio. Todavia, a cultura repressiva impregnada na Administração Pública acaba por servir de obstáculo ao uso instrumental da atividade sancionadora no exercício da regulação e na aplicação de instrumentos alternativos a sanção.

3.6.2. Aspectos gerais da crise da técnica de comando e controle:

A partir do modelo burocrático de organização estatal típico do Estado Liberal construiu-se a pretensão de que as normas e os regulamentos pudessem regular de forma ótima o trabalho dos colaboradores. As normas escritas e exaustivas abrangeriam todos os setores da organização e preveriam todas as situações necessárias, impondo uma hierarquia disciplinada e eficiente de organização estatal.[585] Na seara sancionatória, ao Administrador Público cabe a tarefa de aplicação da sanção à semelhança de um magistrado.

---

[584] PALMA, Juliana Bonacorsi de. **Sanção e Acordo da Administração Pública**. São Paulo: Malheiros. 2015, p. 300.
[585] CHIAVENETO, I. **Introdução à Teoria Geral da Administração**. 10 ed. ed. São Paulo: Atlas, 2020, pp. 258-269.

A técnica de regulação por comando e controle envolve a imposição de um conjunto de regras específicas e detalhadas estabelecidas pelo Estado para organizar, controlar e limitar determinadas atividades, comportamentos ou padrões que devem ser seguidos rigorosamente pelo setor privado.

No âmbito da regulação por comando e controle, a norma jurídica dotada de descrição da conduta típica e sanção é de aplicação obrigatória pelo Administrador Público, segundo uma lógica repressiva. O Estado impõe e exige comportamentos sob pena de, após devido processo legal desenvolvido perante a autoridade administrativa, impõe-se a sanção vinculada em lei. A prerrogativa sancionatória é concebida como um dever-ser inescusável para o Administrador Público sob o manto do princípio da inafastabilidade das prerrogativas públicas. A sanção é reputada como um fim em si mesmo, símbolo da autoridade estatal, com eminente caráter retributivo e relevante efeito simbólico, orientado a retribuir com um mal a infração para o infrator e a prevenir novas infrações administrativas pelos demais administrados.

Os entes reguladores estatais, no Brasil, apresentam tradicionalmente cultura punitiva e retributiva, com prevalência da adoção do comando e controle.[586]

A partir do modelo de comando e controle, presume-se que a imposição de regras, deveres ou obrigações são necessárias para atingir a finalidade regulatória, qual seja: obter o comportamento desejado dos regulados, sendo a sanção ferramenta retificadora para, simultaneamente, conter o transgressor e dissuadir outros agentes.[587]

Todavia, a realidade se revela mais dinâmica e complexa do que a regulação normativa editada e, a cada nova situação de desconformidade não amparada por norma prévia, certa e completa, impõe-se a necessidade de elaboração de novas normas, mais complexas e mais extensas, na tentativa de abarcar todas as condutas impróprias e visando atingir a finalidade regulatória.

Segundo Othon de Azevedo Lopes, em razão da dificuldade de precisão no desenho das regras, aliada à ânsia do Estado em mostrar eficiência na regulação, é editada uma quantidade massiva de regras, formando um arcabouço de normas estatais

[586] ARANHA, Marcio Iorio. Manual de Direito Regulatório: Fundamentos de Direito Regulatório. 5ª ed. ed. Londres: Laccademia Publishing, 2019, p. 226.
[587] *Ibid*, p. 55.

denso, complicado e muitas vezes conflituoso, o que acaba por minar o fim pretendido de conformidade.[588]

Como resultado da conformação de um arcabouço de regras demasiadamente descritivo e complexo, o setor privado encontra grande dificuldade financeira e organizacional para seu cumprimento. Por sua vez, a falta de cumprimento, por parte do regulado, desencadeia o exercício da competência sancionatória do regulador de forma massiva e com escassa eficácia e eficiência.

A compreensão sobre a dimensão da crise da técnica de comando e controle se acentua com a introdução da consensualidade, que coloca em questionamento, com maior ênfase, as bases da cultura repressiva da Administração Pública calcada na sanção como elemento central do sistema punitivo administrativo sancionador. Passa-se a questionar as teorias do Direito Administrativo, o conteúdo do princípio da legalidade, a natureza da infração administrativa, a função e instrumentalidade da sanção, as potestades administrativas, os fundamentos do Direito Administrativo Sancionador e seu alinhamento com o Direito Administrativo e com os princípios da eficiência e eficácia da atuação administrativa (distanciando-o do Direito Penal) e a finalidade da administração pública.

3.6.3. Crise da técnica de comando e controle no contexto regulatório brasileiro

Juliana Bonacorsi de Palma afirma que a competência sancionatória deve ser reconhecida como uma competência administrativa e, por isso, instrumental, podendo ser afastada no caso concreto se esta for a solução mais adequada à finalidade pública. Ademais, refuta a ideia de um poder-dever de aplicação das sanções administrativas, ainda que comprovada autoria e materialidade no processo administrativo sancionador, porque a atuação administrativa deve ser compreendida dentro do ciclo regulatório, que contemple a necessária discricionariedade do administrador público no seu processo de tomada de decisão para eleger se procede ou não com a responsabilização administrativa, desde que apresente motivação individualizada e congruente que ampare sua decisão atrelada ao interesse público como requisito de validade (Art. 50 da Lei n.º 9.784/1999).[589]

---

[588] LOPES, Othon Azevedo. **Fundamentos da Regulação**. Rio de Janeiro: Editora Processo, 2018, p. 186.
[589] PALMA, Juliana Bonacorsi de. Identidade das sanções administrativas nas concessões de serviços públicos. *In*: **Experiências práticas em conceções e PPP: estudos em homenagem aos 25 anos da Lei de Concessões**. Vol. I – Estruturação e Arbitragem. São Paulo: Quartier Latin. 2021, pp. 425-456.

A autora ressalta que, a consensualidade, instrumento alocado no campo da discricionariedade do regulador e gradualmente inserido nas legislações setoriais regulatórias, principalmente a partir da década de 1990 no âmbito da Reforma Administrativa, foi questionada a luz dos princípios da supremacia do interesse público sobre o privado e da indisponibilidade do interesse público. No entanto, a juricidade dos acordos foi legitimada pela vasta adoção e pelas decisões do órgão externo de controle.[590] Todavia, a cultura repressiva impregnada no Direito Administrativo Sancionador tem aproximado a consensualidade à sanção ao demandar que os acordos imponham gravame ao celebrante e gere efeito simbólico, como uma penalidade administrativa. Para a Juliana de Palma:

> Pode-se argumentar que o modelo de concessões está em crise por decorrência direta do modo como a competência sancionatória é exercida no âmbito das concessões de serviços públicos. Nomearei de falha sancionatória a aplicação das sanções pelo poder concedente que tome por base cinco axiomas: (i) legalismo estrito, em que qualquer incompatibilidade normativa ou clausular enseje automática responsabilização das concessionárias, com absoluta insensibilidade ao (ii) contexto e aos efeitos concretos sobre a prestação do serviço público; (ii) enquadramento estático da conduta reputada infracional, de forma deslocada dos antecedentes e do grau de colaboração da concessionaria com as autoridades públicas; (iii) punitivismo, em que a sanção é tida mais como retribuição à conduta reprovável que técnica regulatória, razão pela qual deve ser obrigatoriamente aplicada diante da ocorrência de uma infração ou irregularidade simples; (iv) sobrevalorização do efeitos simbólico da sanção pelo pressuposto forte de que a simples reprimenda sancionatória enseja imediato ajustamento de conduta da concessionária e dos demais atores sem lastro em evidências, pesquisas empíricas ou dados de ciência comportamental; (v) imperatividade, seja pela desconfiança da consensualidade ou seu completo afastamento no caso concreto.[591]

Por outro lado, estatísticas passaram a denunciar a falta de eficácia e eficiência da cultura repressiva no âmbito da regulação. A sanção, na prática, não gera o efeito esperado. O uso indiscriminado da sanção como técnica central de *enforcement* regulatório no âmbito da técnica de comando e controle provocou um imenso número de regulados sancionados, sendo a multa de sanção administrativa preponderante. As inúmeras e vultuosas multas aplicadas via processo administrativo sancionador, sob a técnica de comando e controle, acabam, em última instância, judicializadas e debatidas,

---

[590] TRIBUNAL DE CONTAS DA UNIÃO. Processo: 022.280/2016-2. Acordão TCU 2121/2017 (Tac da Telefonia). Sessão: 27/9/2017. Plenário. Relator: Bruno Dantas. Disponível em: https://pesquisa.apps.tcu.gov.br/documento/acordao-completo/*/NUMACORDAO%253A2121%2520ANOACORDAO%253A2017/DTRELEVANCIA%2520desc%252C%2520NUMACORDAOINT%2520desc/0/sinonimos%253Dfalse. Acesso em: 18 de dez. de 2023.

[591] PALMA, Juliana Bonacorsi de. Identidade das sanções administrativas nas concessões de serviços públicos. *In*: **Experiências práticas em conceções e PPP: estudos em homenagem aos 25 anos da Lei de Concessões**. Vol. I – Estruturação e Arbitragem. São Paulo: Quartier Latin. 2021, pp. 425-456.

ao longo de anos, perante o Poder Judiciário, somado a um percentual final de arrecadação baixíssimo, denunciando a ineficiência e ineficácia da técnica regulatória, com inúmeras consequências desastrosas para o setor econômico.

Juliana Bonacorsi de Palma aponta a falha regulatória observada dentro da cultura repressiva da Administração Pública como decorrência do indevido manejo da sanção:

> Da falha sancionatória decorrem enormes dificuldades ao modelo de concessões como um todo.
> É inédito o volume de caducidade em análise, solicitada ou declarada no Brasil. Grande número de concessionárias arcam com um passivo de multas cuja gestão é impraticável – não podendo ser honradas, judicializam na esperança de diminuir o valor cominado a partir de critérios fluidos como a proporcionalidade e razoabilidade. Esse passivo de multas impacta sobre novos investimentos. A falha sancionatória também dificulta a atração de novos investimentos em leiloes pela impossibilidade de estimativa de cálculo das multas.[592]
> Duas outras consequências da falha sancionatória, porém, são mais dramáticas justamente porque são praticamente imperceptíveis de tão arraigadas à vida das concessões, ainda que tenham altíssimo potencial de impacto sobre a economia e os novos negócios. A primeira é a perda da imagem reputacional dos mercados regulados, passando-se a impressão errônea de que impera a irregularidade e a corrupção nesses setores em função do volume de processos administrativos sancionadores instaurados e multas aplicadas. A segunda consequência nefasta da falha sancionatória é a tensão que se estabelece entre regulador e regulado, poder concedente e concessionária, o que pode ser fatal em contratos relacionados de longo prazo, como as concessões. A execução do contrato passa a ser permeada por desconfianças mútuas com menor capacidade de colaboração e diálogo...[593]

Extrai-se, do contexto acima narrado, como principal resultado negativo da aplicação tradicional da técnica de comando e controle, com ênfase na punição e no exercício da competência sancionatória, a ausência de efetividade das sanções[594] e o desempenho negativo da regulação.

Na mesma linha, Marcio Iorio Aranha, assevera que a metodologia regulatória baseada em punição, típica da regulação por comando e controle, considera a efetividade da atuação Estatal a partir da aplicação da sanção, o que acaba impulsionando um desejo do Estado pelo descumprimento da norma, para que possa mostrar a sua atuação.[595]

---

[592] *Ibid*.
[593] *Ibid*.
[594] Para Juliana Bonacorsi de Palma, "*Pode-se argumentar que o modelo de concessões está em crise por decorrência direta do modo como a competência sancionatória é exercida no âmbito das concessões de serviços públicos." Ibid*.
[595] ARANHA, Marcio Iorio. Manual de Direito Regulatório: Fundamentos de Direito Regulatório. 5ª ed. ed. Londres: Laccademia Publishing, 2019, p. 48.

O autor destaca como consequências perniciosas da dinâmica punitivista de regulação: a) a sobrecarga das penalidades, que não se mostram proporcionais às infrações cometidas, mas que revelam o desejo do Estado de se impor e mostrar resultados e b) a banalidade com que a sanção passa a ser encarada pelo próprio regulado, ante a quantidade de penas sofridas que já não são capazes de sensibilizá-lo a mudar de conduta. Em realidade, a técnica altamente punitiva de regulação produz efeito adverso à finalidade do regulador, pois ao invés de lograr a conformação de condutas dos regulados, o regulador estimula que o regulado procure por subterfúgios processuais para impedir a execução de multas ou "brechas" regulatórias para se abster do cumprimento dos comandos, frustrando os objetivos da regulação.[596]

Se considerado que, tradicionalmente, os entes reguladores têm adotado a multa como principal forma sancionatória, técnica que pressupõe, logicamente, o dever de desembolso da quantia pelo infrator como forma de reprimir novas condutas infratoras, a inexecução dessa multa mina a credibilidade do sistema regulador e denuncia a ineficácia da regulação.

Relatórios do TCU demonstram que, entre 2011 e 2016, o índice de arrecadação efetiva de multas impostas em processos administrativos sancionadores movidos pelas Agências Reguladoras Federais[597] foi inferior a 5%, se comparado ao montante das multas aplicadas, o que demonstra que, não obstante a tramitação integral do processo administrativo sancionador e o êxito da Administração na imposição da sanção de multa, a execução exitosa dessas multas não chegou a 5%, minando a credibilidade do Estado e a eficácia regulatória.

No Acórdão nº 1.970/2017, julgado pelo Plenário do TCU, em 06 de setembro de 2017, que trata da arrecadação de multas aplicadas pelas agências reguladoras federais (com exceção do IBAMA e TCU) conclui-se que, entre 2011 e 2014, o percentual médio entre as multas aplicadas e as multas arrecadadas, foi de 6,03%.[598] Na

---

[596] *Ibid*, p. 85.

[597] Foram analisadas as seguintes Agencias de Regulação pelo TCU: Agência Nacional de Águas; Agência Nacional de Aviação Civil; Agência Nacional de Energia Elétrica; Agência Nacional de Saúde Suplementar; Agência Nacional de Telecomunicações; Agência Nacional de Transportes Aquaviários; Agência Nacional de Transportes Terrestres; Agência Nacional de Vigilância Sanitária; Agência Nacional do Cinema; Agência Nacional do Petróleo, Gás Natural e Biocombustíveis; Banco Central do Brasil; Comissão de Valores Mobiliários; Conselho Administrativo de Defesa Econômica; Instituto Brasileiro do Meio Ambiente e dos Recursos Naturais Renováveis e Superintendência de Seguros Privados.

[598] TRIBUNAL DE CONTAS DA UNIÃO. Acórdão n.º 1970/2017. Plenário. Relatoria: Aroldo Cedraz. Processo n.º 129.688/2016-7. Data da cessão: 6/9/2017. Disponível em: https://pesquisa.apps.tcu.gov.br/documento/acordao-

mesma linha, o Acórdão nº 729/2020, julgado pelo Plenário do TCU, em 1º de abril de 2020, consignou que, no período compreendido entre 2015 e 2016, as agências de regulação federais (incluindo o IBAMA, mas excluindo o TCU) apresentaram o percentual médio entre multas impostas e multas arrecadas, de 2,37%[599].

Um estudo realizado por Rodrigo Garrido Dias sobre a aplicação de penalidades pela CVM em processos sancionadores no mercado de valores mobiliários, a partir da análise quantitativa de decisões da CVM, aponta que a Autarquia absolve 75% dos casos por ela julgados e, quando decidiu condenar, aplicou a sanção de multa em 97% dos casos[600] (aplicando outras modalidades de sanção em 3% dos casos de condenação).[601] O estudo aponta que há graves problemas de efetividade na execução das multas impostas pela CVM, semelhante ao que ocorre nas demais autarquias de regulação federal.

No Acórdão referente ao "Relatório de Acompanhamento" do Tribunal de Contas da União, TC n.º 024.820/2018-0, aponta-se que a CVM, nos exercícios de 2015 e 2016, aplicou o total de 3.773 multas, no valor total de R$ 286.604.832,65 (duzentos e oitenta e seis milhões, seiscentos e quatro mil, oitocentos e trinta e dois reais e sessenta e cinco centavos), tendo arrecadado, deste montante apenas R$ 7.236.752,91 (sete milhões, duzentos e trinta e seis mil, setecentos e cinquenta e dois reais e noventa e um centavos), o que representa o percentual de 2,52% das multas aplicadas, equivalendo ao percentual

---

completo/*/NUMACORDAO%253A1970%2520ANOACORDAO%253A2017%2520/DTRELEVANCIA%2520desc%252C%2520NUMACORDAOINT%2520desc/0. Acesso em: 29 de agosto de 2023.

[599] TCU. Acórdão n.º 729/2020. Plenário. Relatoria: Aroldo Cedraz. Processo n.º 024.820/2018-0. Data da cessão: 1/4/2020. Disponível em: https://pesquisa.apps.tcu.gov.br/documento/acordao-completo/*/NUMACORDAO%253A729%2520ANOACORDAO%253A2020%2520/DTRELEVANCIA%2520desc%252C%2520NUMACORDAOINT%2520desc/0. Acesso em: 29 de agosto de 2023.

[600] CONSELHO DE RECURSOS DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL. A quantidade de multas representa 21,7% dos resultados dos julgamentos, sendo a multa o maior percentual dentre as penalidades possíveis. A maior multa aplicada pela CVM foi de R$ 264.585.322,94, todavia, o CRSFN, com fundamento no princípio da igualdade das partes em discussão acerca da prova pericial, anulou a decisão. CONSELHO DE RECURSOS DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL. Recurso 14.404. Relator Antônio Augusto de Sá Freire Filho, julgado em 12/12/2017. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/crsfn/ementasacordaos.html. Acesso em: 15 de maio de 2023.

[601] Para o estudo, foram coletados dados em um período de 18 anos, compreendido entre 2000 a 2018, a respeito do total de 205 processos relativas a pelo menos uma das seguintes infrações, qualificadas pela doutrina como principais: a) criação de condições artificiais de demanda, oferta e preço; b) manipulação de preços, c) operação fraudulenta; d) prática não equitativa; e) uso de informação privilegiada (Insider Trading). DIAS, Rodrigo Garrido. Panorama sobre a aplicação de penalidades administrativas em processos sancionadores no mercado de capitais, in: Coleção de Direito Administrativo Sancionador: Vol 3: Direito Administrativo Sancionador Regulatório. Coord. VORONOFF, Alice; PALMA, Juliana Bonacorsi de, TOLEDO, Renato. Rio de Janeiro: VEEJ, 2022, p. 425-449.

de arrecadação média de arrecadação das autarquias federais no mesmo período, que é de 2,37%.[602]

O panorama fático acima relatado evidencia a banalização e a ineficácia das multas aplicadas pelas Agências Reguladoras Federais a partir de uma perspectiva punitivista de comando e controle e concretiza o que Juliana Bonacorsi de Palma denomina de "falha sancionatória".

Tem-se criticado o fato da regulação por comando e controle pressupor o Estado como detentor do monopólio sobre o exercício do poder e do controle do mercado regulado[603], exercendo papel exclusivo, determinante e essencial na conformação de comportamentos do regulado.

É que exatamente em razão do reconhecimento da grande complexidade e diversidade técnica dos setores regulados, foram instituídas diversas autarquias com conhecimento técnico específico para lidar com os diversos e específicos setores da economia, pressupondo que nem o Estado, nem nenhum outro autor isoladamente teria

---

602 O Processo TCU n.º 024.820/2018-0 teve como objetivo consolidar as planilhas e análises do tema "arrecadação de multas", atribuídas às unidades técnicas referentes aos exercícios de 2015 e 2016, com base nos relatórios de gestão das entidades e órgãos responsáveis pela aplicação e arrecadação de multas administrativas, referentes ao exercício de 2016, considerando as determinações contidas no subitem 9.7.4 do Acórdão 1.665/2014-TCU-Plenário, bem como, nos subitens 9.6 e 9.7 do Acórdão 482/2012-TCU-Plenário. TRIBUNAL DE CONTAS DA UNIÃO. TC 024.820/2018-0. Relatoria: Ministro Raimundo Carreiro. Relatório de Acompanhamento. Grupo I. Classe V. Plenário. Ementa: SUMÁRIO: RELATÓRIO DE FISCALIZAÇÃO MONITORAMENTO. ACÓRDÃO 1.665/2014-TCU- PLENÁRIO CONSOLIDAÇÃO DAS ANÁLISES DOS RELATÓRIOS DE GESTÃO COM RELAÇÃO A ARRECADAÇÃO DE MULTAS APLICADAS POR AGÊNCIAS REGULADORAS E OUTROS ÓRGÃOS E ENTIDADES FEDERAIS COM ATRIBUIÇÕES DE FISCALIZAÇÃO E CONTROLE. OPORTUNIDADES DE MELHORIA E DEFICIÊNCIAS DE PROCEDIMENTOS (BAIXOS PERCENTUAIS DE ARRECADAÇÃO DE MULTAS, DE INSCRIÇÃO DE INADIMPLENTES NO CADIN E DE AJUIZAMENTO DE COBRANÇAS JUDICIAIS DAS MULTAS. RISCO DE PRESCRIÇÃO DOS CRÉDITOS). MONITORAMENTO DE DETERMINAÇÕES E RECOMENDAÇÕES EXPEDIDAS EM ACÓRDÃOS ANTERIORES. CONSIDERAÇÕES SOBRE OS PROGRESSOS ADVINDOS DA PRESENTE AÇÃO CONTINUADA DE CONTROLE. NOVAS DETERMINAÇÕES. CIÊNCIA. Disponível em: http://www.portal.tcu.gv.br/imprensa/noticias/arrecadação-de-multas-administrativas-e-aperfeicoada-pelo-tcu.htm. Acesso em: 12 de maio de 2023.

603 Segundo Julia Black: *"Relevante para os nossos propósitos, a regulamentação CAC estabelece um papel particular para o Estado, contra o qual a análise de "descentralização" é contraposta. É "centralizado" na medida em que assume que o Estado tem a capacidade de comandar e controlar, de ser o único comandante e controlador e de ser potencialmente eficaz no comando e controlo. Presume-se que seja unilateral na sua abordagem (os governos determinam, outros fazem), baseada em simples relações de causa-efeito e prevendo uma progressão linear desde a formação de políticas até à implementação."* BLACK, Julia. *Decentring regulation: understanding the role of regulation and self- regulation in a 'post-regulatory' world*. *Current Legal Problems*, 54, *February* 2001, p. 106. Disponível em: https://www.researchgate.net/publication/30527050_Decentring_Regulation_Understanding_the_Role_of_Regulation_and_Self-Regulation_in_a_'Post-Regulatory'_World >. Acesso em: 18 de maio de 2023. Tradução livre.

condições de, sozinho, antever e resolver, de forma eficaz, todos os problemas complexos que podem ser demandados ao regulador. Neste sentido, manifesta-se Julia Black:

> ...nenhum interveniente possui todos os conhecimentos necessários para resolver problemas complexos, diversos e dinâmicos, e nenhum interveniente possui a visão geral necessária para utilizar todos os instrumentos necessários para tornar a regulação eficaz. O problema pode ser enquadrado de forma mais radical. Isto é, que não só o conhecimento é fragmentado, mas que a informação é construída socialmente: não existem coisas como verdades sociais 'objetivas'.[604] Tradução livre

Assim, compreende-se que o Estado não consegue exercer a função de regulador, com boa qualidade, de forma autossuficiente e não dialogada com o setor regulado.[605] Nesse contexto, uma regulação altamente punitivista e que imponha regras unilateralmente produzidas, e, portanto, mal desempenhada, pode comprometer não só a realização da finalidade pública da regulação, como gerar situações de conflito com e entre os regulados, ensejando posturas reativas e pouco colaborativas, emergindo um contexto de baixa confiança do regulado perante o regulador.

O regulado poderá se nortear à revelia do regulador, apenas em busca de ambientes ou espaços não regulados, na tentativa de se esquivar da incidência do cumprimento dos comandos regulatórios, sem nenhum compromisso ou intenção de alcançar os objetivos finalísticos estabelecidos pelas normas regulatórias. Para Ioro Aranha:

> O cerne da insuficiência da regulação comando e controle está em sua concepção simplificada e reduzida do fenômeno regulatório, que negligencia outras maneiras de agir do próprio Estado-regulador. Nessa visão, o processo de regulação é eminentemente estatal e, basicamente, envolve a promulgação de regras pelo Poder Público e a utilização de instrumentos para monitorar o cumprimento dessas normas e para aplicar medidas de constrangimento e sanção em face de desconformidades.[606]

Outra crítica direcionada à técnica de comando e controle relaciona-se à subutilização da função de fiscalização na atividade regulatória, vez que não se adotam mecanismos e instrumentos para utilização e incorporação das informações resultantes da

---

[604] *Ibid*. Tradução livre.

[606] ARANHA, Marcio Iorio; LOPES, Othon de Azevedo; VIEIRA, Vânia Lucia Ribeiro; e FEITOSA, Fernando Barbelli. *Estudo sobre abordagem comando-e-controle e teorias da regulação apoiadas em incentivos, com ênfase na regulação responsiva e seus fundamentos, inclusive o desenho das pirâmides responsivas, bem como sua aplicação direta no setor aéreo, in: Núcleo de Direito Setorial e Regulatório da Faculdade de Direito UnB. Brasília. 23 de março de 2021, p. 18*. Disponível em: https://www.gov.br/anac/pt-br/assuntos/regulacao-responsiva/RRANACUnB_Relatorio_RR_01.pdf. Acesso em: 18 de maio de 2023.

atividade de fiscalização no processo de edição de normas, estruturas de planejamento regulatório ou mesmo aprimoramento e seleção no âmbito da própria fiscalização.

A forma de fiscalização e seus resultados não são utilizados para retroalimentar o processo regulatório, impossibilitando a aplicação de inteligência analítica e de metodologias baseadas em risco. Negligencia-se o alto potencial da fiscalização e o rico canal de informações que ela proporciona, como figura central para o adequado funcionamento da engrenagem regulatória.

Julia Black ainda ressalta que a expressão "comando e controle" se tornou pejorativa, por representar todas as regras perniciosas relacionadas a regulação:

> Como muitos observaram, 'comando e controle' é mais uma qualidade do que uma descrição precisa da operação de qualquer sistema regulatório particular, embora alguns estejam mais próximos da caricatura do que outros. Essencialmente, o termo é usado para denotar tudo o que pode ser ruim em relação à regulamentação: regras mal direcionadas, rigidez, ossificação, aplicação insuficiente ou excessiva, consequências não intencionais.[607]

Verifica-se, portanto, um esgotamento do modelo de comando e controle, seja em decorrência de se mostrar incompatível com a necessária instrumentalidade da atividade sancionatória regulatória estatal no âmbito da gestão regulatória, seja em razão do desejo de superação de um modelo que representa uma Administração Pública de viés excessivamente repressiva que se pretende superar, fatos que ensejaram grande abertura para outras abordagens regulatórias na busca de resultados.

3.6.4. Influência internacional para adoção de nova abordagem regulatória.

Os resultados das avaliações sobre a efetividade de processos sancionadores com enfoque primordial no descumprimento normativo e com caráter essencialmente punitivo e repressivo, típico da regulação tradicional por comando e controle, elevam mundialmente o debate sobre novos modelos regulatórios, com objetivo de aperfeiçoar a regulação visando conferir efetividade da atuação administrativa e do atendimento ao interesse público.

---

[607] *"As many have noted, 'command and control' is more a caricature than an accurate description of the operation of any particular regulatory system, though some are closer to the caricature than others. Essentially the term is used to denote all that can be bad about regulation: poorly targeted rules, rigidity, ossification, under- or over-enforcement, unintended consenquences*." BLACK, Julia. *Decentring regulation: understanding the role of regulation and self- regulation in a 'post-regulatory' world.* Current Legal Problems, 54, February 2001, p. 105. Disponível em: https://www.researchgate.net/publication/30527050_Decentring_Regulation_Understanding_the_Role_of_Regulation_and_Self-Regulation_in_a_'Post-Regulatory'_World >. Acesso em: 18 de maio de 2023. Tradução livre.

A Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) define a regulação como:

> ...indispensável ao funcionamento da economia e da sociedade. A regulação cria as regras do jogo para cidadãos, negócios, governo e sociedade civil. A regulação sustenta mercados, protege direitos, protege cidadão e assegura a entrega de bens e serviços públicos. O objetivo da política de regulação é garantir que a regulação e o desenho regulatório atuem de forma eficiente e em função do interesse público.[608]

Ao longo de quase três décadas, a contar da criação de grande parte das agências reguladoras no Brasil, acompanhamos a evolução das técnicas de regulação adotadas em cada setor, com diferentes intensidades, conforme as peculiaridades de cada setor e da maturidade institucional de cada agência, com adoção gradual de instrumentos para conferência de maior transparência, objetividade, legitimidade e efetividade na atividade regulatória, como: introdução de consultas públicas, de avaliação de impacto regulatório (AIR), construção de novos modelos regulatórios de viés menos punitivistas.

O movimento pela busca de novos modelos regulatórios tem sido estimulado frente às limitações da técnica de comando e controle que se fundamenta excessivamente em incentivos extrínsecos, a partir de uma lógica binária de punir ou não punir em caso de descumprimento de normas pelos regulados.

Em decorrência da ineficácia da aplicação da sanção de multa aplicada pelas agência de regulação de perfil punitivista e repressora, denunciada pelo TCU (processo nº 029.688/2016-7) ao revelar a arrecadação das respectivas multas aplicadas em índices abaixo de 3% entre 2015 e 2016; é que algumas agências reguladoras brasileiras passaram a planejar novas estratégias regulatórias com o objetivo de adotar um modelo regulatório mais responsivo, ou seja, um modelo regulatório que incorporasse princípios e técnicas da Teoria da Regulação Responsiva.

O debate nacional é impulsionado pelo grande debate no cenário internacional sobre racionalização da atuação administrativa. Ao longo de anos, a OCDE promove estudos e diálogos sobre propostas e incentivos à adoção de reformas e de implementação de boas práticas regulatórias que incluam, entre outras medidas: planejamento, melhor direcionamento da fiscalização, maior diálogo com os regulados, prevenção da corrupção e estratégias de governança interna.

---

608 OCDE. *Regulatory Enforcement and Inspections Toolkit*. Disponível em: https://www.oecd.org/gov/regulatory-policy/oecd-regulatory-enforcement-and-inspections-toolkit-9789264303959-en.htm. Acesso em: 15 de maio de 2023. Tradução livre.

Em agosto de 2018, a Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) publicou um documento de apoio aos Estados, denominado "*OECD Regulatory Enforcement and Inspections Toolkit"*, que corresponde aos onze Princípios de Melhores Práticas da OCDE para Execução Regulatória e Inspeções, subdivididos nos doze subcritérios[609], destacando técnicas de regulação responsiva, enfatizando que: "*ações de fiscalização devem ser moduladas de acordo com o perfil e comportamento de empresas específicas.*"[610]

No contexto nacional, a Agência Nacional de Transportes Terrestres – ANTT, editou a Deliberação nº 246/202, incluindo a atuação responsiva como parte do Mapa Estratégico da ANTT para o período compreendido entre 2020-2030, e instituiu o

---

[609] No OECD *Regulatory Enforcement and Inspections Toolkit*, apresentam-se doze subcritérios que traduzem os doze princípios publicados pela OCDE para uma regulação recomendada: 1. Aplicação baseada em evidências: A aplicação regulatória e as inspeções devem ser baseadas em evidências e devem ser medidas: decidir o que inspecionar e como deve ser fundamentado em dados e evidências, e os resultados devem ser avaliados regularmente; 2. Seletividade: A promoção da conformidade e a aplicação das regras devem ser deixadas para as forças do mercado, ações do setor privado e atividades da sociedade civil sempre que possível: as inspeções e a fiscalização não podem ocorrer em todos os lugares e abordar tudo, e há muitas outras maneiras de atingir os objetivos dos regulamentos; 3. Focalização do risco e proporcionalidade: A fiscalização deve ser baseada no risco e proporcional: a frequência das inspeções e os recursos empregados devem ser proporcionais ao nível de risco, e as ações de fiscalização devem visar a redução do risco real representado pelas infrações.; 4. Regulação responsiva: A aplicação deve ser baseada em princípios de "regulamentação responsiva"; ou seja, as ações de fiscalização devem ser moduladas de acordo com o perfil e comportamento de empresas específicas; 5. Visão de longo prazo: Os governos devem adotar políticas de fiscalização e fiscalização e estabelecer mecanismos institucionais com objetivos claros e uma estratégia de longo prazo; 6. Coordenação e consolidação: As funções de inspeção devem ser coordenadas e, quando necessário, consolidadas: menos duplicação e menos sobreposições garantirão um melhor uso dos recursos públicos, minimizarão a carga sobre assuntos regulamentados e maximizarão a eficácia; 7. Governança transparente: As estruturas de governança e as políticas de recursos humanos para a aplicação da regulamentação devem apoiar a transparência, o profissionalismo e a gestão orientada para os resultados. A execução da aplicação regulatória deve ser independente da influência política, e os esforços de promoção da conformidade devem ser recompensados; 8. Integração de informações: As tecnologias de informação e comunicação devem ser usadas para maximizar o foco nos riscos, promover a coordenação e o compartilhamento de informações e garantir o uso ideal dos recursos; 9. Processo claro e justo: os governos devem garantir que as regras e processos de execução e inspeções sejam claros. Legislação coerente para organizar inspeções e fiscalização precisa ser adotada e publicada, e os direitos e obrigações dos funcionários e das empresas, claramente articulados; 10. Promoção da conformidade: A transparência e a conformidade devem ser promovidas por meio do uso de instrumentos apropriados, como orientações, kits de ferramentas e listas de verificação; 11) Profissionalismo: Os inspetores devem ser treinados e gerenciados para garantir profissionalismo, integridade, consistência e transparência. Isso requer treinamento substancial com foco não apenas em habilidades técnicas, mas também em habilidades genéricas de inspeção e diretrizes oficiais para inspetores para ajudar a garantir consistência e justiça; 12. Verificação da realidade: As instituições responsáveis pela fiscalização e fiscalização, e o sistema de fiscalização e fiscalização regulatória como um todo, devem apresentar os níveis de desempenho esperados delas - em termos de satisfação das partes interessadas, eficiência (benefícios/custos) e eficácia geral (segurança , saúde, proteção ambiental, etc.). OCDE. Disponível em: https://www.oecd.org/gov/regulatory-policy/oecd-regulatory-enforcement-and-inspections-toolkit-9789264303959-en.htm. Acesso em: 15 de maio de 2023.

[610] Disponível em: https://www.oecd.org/gov/regulatory-policy/oecd-regulatory-enforcement-and-inspections-toolkit-9789264303959-en.htm. Acesso em: 15 de maio de 2023.

Projeto Atuação Responsiva (PAR) com objetivo de modernizar o ambiente regulatório, unificar parâmetros de regulação e evitar conflitos judiciais com regulados.[611]

A Anatel editou a Resolução Interna nº 8, de 26 de fevereiro de 2021, que, no artigo 2º, inciso XI, aprova diretrizes para a elaboração de uma agenda regulatória e, dentre estas diretrizes, elencou a adoção de mecanismos de regulação responsiva. A Resolução n.º 746/2021[612] aprovou diretrizes que visam a adoção de mecanismos de regulação responsiva, em consonância com o *Manual de Boas Práticas Regulatórias*, editado em 2018, que já recomendava a adoção da regulação responsiva como alternativa de ação não normativa.

Na mesma linha, a ANAC lançou o *Projeto Regulação Responsiva*[613], com objetivo de adotar a Teoria da Regulação Responsiva como técnica regulatória para o período compreendido entre 2020 à 2026, e orienta a agência a construir um modelo de regulação mais responsivo e inteligente. O foco é estabelecer uma regulação mais focada em incentivos, prevenção e conformidade regulatória, e não na sanção sem si.

Todavia, a adoção da regulação responsiva pelas agências reguladoras federais demanda maior análise de sua adequação ao ordenamento jurídico. Para José Roberto Pimenta Oliveira e Luiz Paulo Ferreira Segundo, a Teoria da Regulação Responsiva pressupõe uma flexibilidade na atuação do regulador que precisa respeitar as balizas do ordenamento jurídico nacional[614], especialmente porque essa teoria não é

---

611 AGÊNCIA NACIONAL DE TRANSPORTES TERRESTRES. Disponível em: https://anttlegis.antt.gov.br/action/ActionDatalegis.php?acao=detalharAto&tipo=DLB&numeroAto=00000246&seqAto=ATT&valorAno=2021&orgao=DG/ANTT/MI&codTipo=&desItem=&desItemFim=&cod_menu=5408&cod_modulo=161&pesquisa=true. Acesso em: 15 de maio de 2023. A Portaria n.º 34 de 12 de fevereiro de 2020, da ANTT dispõe, no art. 1º. "os servidores das unidades organizacionais da ANTT, durante o exercício de suas atividades, deverão observar as diretrizes de atuação responsiva estabelecidas nesta Portaria. Art. 2º. Para fins desta Portaria, considera-se: I – Atuação Responsiva: processo alicerçado no uso contínuo, individual ou em conjunto, de diferenciação por risco regulatório, evidencias e de incentivo, a fim de proporcionar maior eficiência no ciclo do processo regulatório da ANTT. Disponível em: https://anttlegis.antt.gov.br/action/UrlPublicasAction.php?acao=getAtoPublico&sgl_tipo=POR&num_ato=00000034&seq_ato=ATT&vlr_ano=2020&sgl_orgao=DG/ANTT/MI&cod_modulo=420&cod_menu=7145&print=S. Acesso em: 16 de maio de 2023.

612 AGÊNCIA NACIONAL DE TELEFONIA. A Resolução n.º 446/2021, estabelece já em seus considerandos: *"CONSIDERANDO os princípios norteadores da regulação responsiva..."*. Disponível em: https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/7241949/mod_resource/content/1/DOU%20-%20RESOLU%C3%87%C3%83O%20ANATEL%20N%C2%BA%20746%2C%20DE%2022%20DE%20JUNHO%20DE%202021.pdf. Acesso em: 16 de maio de 2023.

613 Disponível em: https://www.gov.br/anac/pt-br/assuntos/regulacao-responsiva/conheca-o-projeto-regulacao-responsiva. Acesso em: 16 de maio de 2023.

614 OLIVEIRA, José Roberto Pimenta; SEGUNDO, Luiz Paulo Ferreira. Responsividade no direito administrativo sancionador de agências reguladoras. Portal CONJUR, São Paulo, 13 dez. 2022. Disponível em: https://www.conjur.com.br/2022-dez-13/pimenta-oliveiraadministrativo-sancionador-agencias-reguladoras . Acesso em: 17 de maio de 2023.

propriamente uma teoria jurídica.[615] Os autores destacam que há menor flexibilidade do Direito brasileiro, em razão de sua origem romano-germânica, se comparado com o Direito de países com tradição no *common law*, exigindo-se a conformidade da Teoria da Regulação Responsiva, em especial, com o princípio da legalidade, o qual tem conteúdo e força normativa bastante distintos se comparado aos países onde a teoria foi concebida.

Todavia, é fato, que diretrizes da Teoria da Regulação Responsiva já foram incorporadas expressamente no processo regulatório de algumas agências reguladoras federais nacionais, o que torna emergencial a compreensão sobre o processo de internalização dessas diretrizes sob a perspectiva jurídica.

[615] Neste sentido: A função paradigmática do direito responsivo está na regulação, ao invés da solução de litígios privados, entendendo-se a regulação como o processo de elaboração e correção de políticas, processo este necessário à realização de um propósito legal. NONET, Philippe; SELZNICK, Philip. ***Law & Society in Transition: Toward Responsive Law***. Abindgon, UK: Routledge, 2017, p. 108-109.

4. A TEORIA DE REGULAÇÃO RESPONSIVA.

4.1. Contexto.

Diante da observação dos resultados negativos produzidos pela adoção da técnica regulatória calcada na excessiva produção de regras sobre as condutas dos regulados e na punição excessiva em caso de mero descumprimento de regras, associada à baixa eficácia da execução das sanções, frustrando as finalidades da regulação, ganha relevo o debate sobre regulação *versus* desregulação.[616]

As críticas sobre modelos regulatórios calcados na punição elevam os questionamento sobre a eficácia da regulação calcada na sanção, mas também em relação: (i) à falta de governança no processo de tomada de decisão do administrador público no âmbito da regulação, (ii) à qualidade das regras estatais, (iii) à capacidade do Estado criar sozinho todas as regras dos diversos setores da atividade econômica, (iv) à falta de utilização de dados importantes resultantes de um necessário e criterioso monitoramento e fiscalização dos regulados como elemento e estratégia de criação de normas.

Entre outras, levantam-se crítica sobre os altos custos da exigência de fiscalização de todas as condutas e de punição de todos os descumprimentos, sobretudo, se considerarmos o baixo índice de arrecadação de multas.

As críticas também estão ligadas aos efeitos do uso indiscriminado de técnicas punitivas, levando a repensar a adoção de uma cultura administrativa repressiva, pois a imposição excessiva de sanções pela administração acaba por distanciá-la do regulado, criando uma situação de aversão e distanciamento do regulado perante o regulador; estimulando a tentativa de fuga do regulado para ambientes não regulados e procura por brechas legislativas.[617]

Neste cenário, a teoria da regulação responsiva apresenta-se como resposta à retórica travada entre dois extremos, desregular ou regular mais intensamente, construída a partir da observação dos movimentos de privatização, que vêm

---

[616] Para Ian Ayrs e Jonh Braithwaite, a regulação calcada em técnica de comando e controle se caracteriza como um modelo que pressupõe o exercício do poder regulatório, pela autoridade, calcado na punição e através de aplicação de sanção, serve-se sobretudo da coação e da ameaça sancionatória como instrumentos para conformação dos comportamentos dos regulados. BALDWIN, R.; CAVE, M.; LODGE, M. ***Understanding Regulation: Theory, Strategy and Practice***. Second. ed. Oxford: Oxford University Press, 2012, p. 35.

[617] AYRES, Ian; BRAITHWAITE, Jonh. ***Responsive Regulation: Transcending the Deregulation Debate***. Oxford: Oxford University Press, 1992 Disponível em: http://johnbraithwaite.com/wp-content/uploads/2016/06/Responsive-Regulation-Transce.pdf. Acesso em: 23 de maio de 2023, p. 19.

acompanhados de aumento da regulação, pois ao se intensificar a privatização, aumenta-se a regulação.[618]

4.2. Conceito.

A regulação responsiva constitui técnica regulatória desenvolvida pelo advogado e economista Ian Ayres e pelo criminólogo John Braithwaite tema da obra *Responsive Regulation, transceding the deregulation debate*, publicada em 1992.[619]

A partir de uma visão crítica do debate sobre se o Estado deve regular com maior ou menor intensidade a atividade privada[620], os autores propõem uma forma de regulação que não se revela nem excessivamente punitivista, nem implica em desresregulação, voltada para a construção de uma estratégia de regulação flexível com objetivo de ser eficiente e eficaz.

A regulação responsiva considera o ambiente regulado, seu contexto, atores, cultura, práticas, a relação dialética específica travada entre os atores, como eles interagem e respondem aos incentivos estatais, como premissa indispensável para construção do modelo regulatório responsivo e flexível, afastando a adoção de um modelo em abstrato estanque, que apresente *a priori* as soluções genéricas para aplicação a todos os casos.

A estratégia proposta pela teoria da regulação responsiva parte do pressuposto do diálogo e da interface entre público e privado para o exercício de uma boa regulação. Pretende ocupar o espaço formado pela interseção entre regulação estatal e autorregulação, indicando que a junção destas duas esferas regulatórias indicaria uma oportunidade de construção de uma estratégia de regulação dialogada e dinâmica.[621]

Em razão de se localizar na interação entre regulação estatal e autorregulação, a teoria da regulação responsiva passa a ser concebida como uma

---

[618] Observaram Ian Ayres e John Brithwaite*: "As suas principais realizações conservadoras (Margaret Thatcher) foram nos campos da privatização e do aumento da desigualdade, em vez da desregulamentação. Há uma tendência para confundir privatização e desregulamentação, quando, na verdade, a privatização é frequentemente acompanhada por um aumento na regulação"*. AYRES, Ian; BRAITHWAITE, Jonh. ***Responsive Regulation: Transcending the Deregulation Debate***. Oxford: Oxford University Press, 1992 Disponível em: http://johnbraithwaite.com/wp-content/uploads/2016/06/Responsive-Regulation-Transce.pdf. Acesso em: 23 de maio de 2023, p. 11. Tradução livre.

[619] *Ibid*.

[620] Na obra: "*Regulação Responsiva: transcendendo ao debate de desregulação*", publicada em 1992, os autores desenvolvem uma técnica regulatória como resposta à retórica instalada entre regulação e desregulamentação, sugerindo uma diferente realidade de fluxo regulatório. *Ibid*, p. 3-4.

[621] Sobre a interação e diálogo entre público e privado no processo regulatório, advertem os autores: "*Argumentamos que, ao trabalhar de forma mais criativa com a interação entre a regulação pública e privada, o governo e os cidadãos podem conceber melhores soluções políticas*." *Ibid*, p. 4. Tradução livre.

estratégia de governança do mercado,[622] enfatizando que se as medidas de regulação estatal estiverem em consonância com as medidas de autorregulação internalizadas no setor privado, em normas corporativas, estas normas privadas integrarão o processo de produção da regulação e poderão também influenciar as normas estatais, criando uma sinergia que gera maior aderência do comportamento empresarial às prescrições normativas. Segundo Braithwaite

> Outro pressuposto da teoria da regulação responsiva reside no fato de que as regras regulatórias governamentais detalhadas não são suficientes para solucionar adequadamente as deficiências de gestão empresarial, que abrangem planejamento inadequado, contabilidade deficiente, falhas de comunicação internas. As minúcias de uma boa gestão empresarial não se sanam via simples edição de regras estatais, mas é possível o incentivo empresarial pelo aprimoramento constante de estratégias de governança e gestão internas, proporcionando uma escalada regulatória.[623]

Alice Voronoff destaca as características da regulação responsiva voltadas à eficiência regulatória:

> Regulação responsiva tem um viés marcadamente pragmático. Ela valoriza o contexto e os atores a que se dirige, rejeita fórmulas pré-definidas, aposta em arranjos institucionais flexíveis e leva a sério os impactos de cada medida estatal em relação ao comportamento dos agentes regulados. Tudo com vistas ao sucesso da regulação.[624]

A regulação responsiva incentiva uma atuação mais participativa do Estado nas decisões privadas e uma maior aproximação privada ao ente estatal, no intuito de colaboração com a conformidade regulamentar para o maior benefício social.

Outro pressuposto importante para a regulação responsiva é o fato de conceber os regulados com elementos que apresentam compromissos contraditórios. Para além de uma racionalidade puramente econômica, considera os atores regulados com suas diversas dimensões de racionalidade: econômica, ética, responsáveis por seus negócios, preocupados com o respeito às leis, concepção esta dos regulados que repercute na dinâmica regulatória.

> Os empresários não são apenas maximizadores de capital – de lucros ou de reputação. Eles também estão frequentemente preocupados em fazer o que é certo, em ser fiéis à sua identidade como cidadãos cumpridores da lei e em sustentar um autoconceito de responsabilidade social. Durante o trabalho de campo de Braithwaite, os informantes empresários argumentaram repetidamente que a caracterização comum deles como motivados apenas pelo

---

[622] Segundo os autores: "*Public regulation can promote private market governance through enlightened delegations of regulatory functions." ("A regulação pública pode promover a governança do mercado privado através de delegações de funções reguladoras"). Ibid, p. 4. Tradução livre.*

[623] BRAITHWAITE, Jonh. *To Punish or Persuade: Enforcement of Coal Mine Safety.* Albany: State University of New York Press, 1985. Disponível em: http://johnbraithwaite.com/wp-content/uploads/2016/06/To-Punish-or-Persuade-Enforce.pdf. Acesso em: 24 de maio de 2023, pp. 124-125. Tradução livre.

[624] VORONOFF, Alice. **Direito Administrativo Sancionador no Brasil**. Belo Horizonte: Forum. 2018, p.132.

> dinheiro era um estereótipo simplista. Admitindo que as suas motivações primárias eram económicas, alegaram que eles e os seus colegas valorizam a responsabilidade empresarial, a ética e as obrigações de cumprir a lei e de responder às partes interessadas não accionistas da empresa. Isto foi verdade até mesmo para os entrevistados que admitiram violação generalizada da lei em sua empresa ou setor.[625]

Além da necessidade de construção do desenho e dos instrumentos regulatórios consoantes com a realidade setorial (via sistema de identificação e gestão de riscos e resultados de AIR), é necessário um esforço para qualificar e manter atualizados os perfis dos regulados, conforme as características de cada um (estrutura de fiscalização, monitoramento e supervisão), de parâmetros de desempenho medidos e comparados ao seu contexto de atuação (a partir de AIR). Além disso, é preciso estar atento aos interesses envolvidos ou potencialmente afetados de forma que a adoção de formas cooperativas não seja fragilizada e observe as constantes mudanças dos ambientes regulatórios e de responsividade daqueles que são regulados.

O regulador precisa apresentar uma estrutura de organização e governança interna capaz de garantir o desempenho da regulação com participação dos regulados na criação e edição de normas e tomada de decisões importantes, bem como que permita a comunicação eficiente com o regulado, via canais de diálogo (consultas públicas e consultas pontuais), ouvidorias, comunicação de valores, princípios, finalidades regulatórias e resultados da regulação, para engajá-lo e atrair a sua confiança.

A atividade de *enforcement* no âmbito da regulação responsiva é dinâmica e concebida como uma técnica de gestão regulatória, alternando técnicas de incentivo e repressão, cuja escolha de um ou outro método depende da análise pelo administrador de inúmeras variáveis aferidas no caso concreto, considerando o comportamento específico dos regulados, a análise prospectiva das medidas aplicadas e a análise dos resultados da intervenção estatal em outros casos com vistas a obtenção do melhor resultado regulatório, das finalidades regulatórias e da conformação de condutas dos regulados de forma mais eficiente e eficaz.

> Cada vez mais nas comunidades acadêmicas e regulatórias (Dissuasão X Conformidade) há um sentimento de que as agências reguladoras que melhor conseguem atingir os seus objectivos são aqueles que atingem algum tipo de equilíbrio sofisticado entre os dois modelos. A questão crucial tornou-se: quando punir; quando persuadir?[626]

---

[625] AYRES, Ian; BRAITHWAITE, Jonh. *Responsive Regulation: Transcending the Deregulation Debate*. Oxford: Oxford University Press, 1992 Disponível em: http://johnbraithwaite.com/wp-content/uploads/2016/06/Responsive-Regulation-Transce.pdf. Acesso em: 23 de maio de 2023, p. 22. Tradução livre.

[626] AYRES, Ian; BRAITHWAITE, Jonh. *Responsive Regulation: Transcending the Deregulation Debate*. Oxford: Oxford University Press, 1992 Disponível em: http://johnbraithwaite.com/wp-

A partir da abordagem regulatória de respostas equivalentes ao comportamento do regulado (*tit-for-tat*), conclui-se que a melhor regulação não é essencialmente dissuasória ou persuasiva. Ambas as técnicas compõem a dinâmica regulatória e são necessárias para a execução dinâmica da regulação, para que se possa migrar de uma postura cooperativa para uma punitiva, e vice-versa, a depender também das condutas do regulado, ou seja, conforme a avaliação da motivação que se exteriorize no contexto: se de motivação econômica, de responsabilidade social, negocial, etc.[627]

> Rejeitar a regulamentação punitiva é ingénuo; estar totalmente comprometido com ela é liderar um ataque absurdo. O truque para uma regulação bem-sucedida é estabelecer uma sinergia entre punição e persuasão. A punição estratégica subscreve a persuasão regulatória como algo que deve ser atendido. A persuasão legitima a punição como razoável, justa e até mesmo algo que pode provocar remorso ou arrependimento.[628]

A cooperação do regulado é pressuposto essencial para a boa regulação, sob a ótica da regulação responsiva, e parte de três premissas: a) do uso de uma estratégia de barganha de retaliação equivalente ("estratégia tit-for-tat"); b) do acesso a uma escala hierárquica de sanções e uma hierarquia de intervencionismo (às pirâmides de estratégias rgulatorias e de constrangimento) e c) da altura da pirâmide informando a punição mais severa.[629]

Para Alice Voronoff, trata-se de "*uma abordagem, contextual, antifundacional e consequencialista*."[630] A regulação responsiva propõe uma atuação estatal contínua à procura de novas estratégias, retroalimentada a partir dos insucessos recorrentes de práticas regulatórias já aplicadas, para construção de novos instrumentos e decisões.

---

content/uploads/2016/06/Responsive-Regulation-Transce.pdf. Acesso em: 23 de maio de 2023, p. 21. Tradução livre.

[627] Segundo Ian Ayres e John Britehwaite: "*A ironia aqui é que jogar de forma cooperativa pode gerar a informação para jogar de forma punitiva em outro nível. Quando os inspectores entram num local de trabalho com o comportamento de um aplicador da lei duro, obtêm pouca informação. Quando eles entram com o comportamento de um persuasor amigável, eles obtêm informações que podem capacitá-los como aplicadores duros. O TFT é, portanto, melhor do que uma punitividade consistente. Mas também é melhor do que a persuasão consistente na obtenção de informações. Uma razão pela qual os intervenientes fornecem informações aos reguladores sobre os crimes de outros intervenientes é que eles próprios temem ser punidos; calculam corretamente que, se entrarem num jogo cooperativo com o regulador, serão os jogadores com menor probabilidade de serem punidos. Contudo, eles não teriam razão para fazer esse cálculo se estivessem lidando com uma agência reguladora que nunca pune. Eles têm motivos máximos para fazer isso com uma organização que joga TFT com informantes*." *Ibid*, p. 34.

[628] *Ibid*, p. 25-26.

[629] *Ibid*, p. 40.

[630] VORONOFF, Alice. **Direito Administrativo Sancionador no Brasil**. Belo Horizonte: Forum. 2018, p.132.

4.3.“Princípios”.

Visando uma maior compreensão sobre a regulação responsiva, o coautor da teoria, Jonh Braithwaite, em seu artigo “*The Essence of Responsive Regulation”,* apresenta nove determinações que denomina de “princípios”, a saber:

> *1. Considere o contexto; não imponha uma teoria pré-concebida.*
> *2. Ouça ativamente; estruture o diálogo que: dê voz às partes interessadas; estabeleça os resultados acordados e como monitorá-los; crie compromisso ajudando os agentes a encontrarem sua própria motivação para melhorar; comunique o firme propósito de resolver um problema até que ele esteja sanado.*
> *3. Envolva aqueles que resistem com igualdade, mostre a eles respeito construindo a resistência deles como uma oportunidade de aprender como melhorar o desenho regulatório.*
> *4. Estimule aqueles que mostrem compromisso: dê suporte às inovações; nutra a motivação para melhoramento contínuo; ajude os líderes a desatar as amarras para alcançar novos patamares de excelência.*
> *5. Sinalize a sua preferência por alcançar resultados pelo apoio e treinamento para construir habilidades.*
> *6. Sinalize, mas não ameace, um rol de sanções que se pode escalar, indique que as sanções do topo são as mais severas, mas que são usadas quando necessário, apenas como último recurso.*
> *7. Crie uma governança em rede piramidal envolvendo redes mais amplas de parceiros, à medida em que escalar a pirâmide.*
> *8. Escolha pela responsabilidade ativa, recorra à responsabilidade passiva quando a responsabilidade ativa falhar.*
> *9. Aprenda; avalie quão bem e a que custo os resultados foram alcançados. Divulgue as lições aprendidas.*[631]

Os princípios sintetizados por John Braithwaite indicam que a análise apurada do contexto e a qualidade da interação entre regulador e regulado são os pontos centrais para fixação da dinâmica de uma regulação eficaz e eficiente, para a escolha das estratégias de incentivo e de repressão necessárias à consecução dos objetivos da regulação.

Ademais, apontam ser imprescindível que o regulador crie uma estrutura de cooperação capaz de ouvir a perspectiva dos regulados e considerá-la no processo de tomada de decisões e na criação e estruturação de normas. O regulador deve estimular núcleos de autorregulação com a criação e confecção de regras privadas, de sistema de governança interna, bem como de monitoramento de suas atividades, auxiliando no desenvolvimento destas estruturas.

Por outro lado, os princípios indicam a necessidade de uma estrutura de comunicação eficiente entre regulador e regulado, também para o regulador transmitir de

---

[631] Braithwaite, Jonh. *The Essence of Responsive Regulation*. UBC Law Review. Ver. 475. 2011, p. 476. Disponível em: http://johnbraithwaite.com/wp-content/uploads/2016/03/essence_responsive_regulation.pdf. Acesso em: 24 de maio de 2023. Tradução Livre.

forma eficiente e eficaz os objetivos e necessidades da regulação, de forma a engajar corretamente os regulados a um ambiente de conformidade, comunicando os resultados da regulação, as lições aprendidas, estimulando a responsabilidade ativa dos regulados e estimulando inovação, nutrindo a motivação para melhoramento contínuo; ajudando os líderes a alcançar novos patamares de excelência, tendo a sanção como o último recurso, reservado apenas àqueles que optam deliberadamente pelo descumprimento da regra.

4.4. Características da atuação do regulador responsivo.

As características da atuação do regulador responsivo são: 4.4.1. Inovação na resposta estatal; 4.4.2. Adoção da técnica "*tif-for-tat"* (retaliação equivalente); 4.4.3. Criação de ambiente cooperativo; 4.4.4. Estratégia dinâmica de resposta: estrutura piramidal; 4.4.5. Comunicação eficiente.

4.4.1. Inovação na resposta estatal:

Ian Ayres e Jonh Braithwaite afirmam que a regulação responsiva não pretende entregar um programa pronto ou um conjunto de prescrições sobre a melhor forma de regular. Defendem os autores que a melhor estratégia depende do contexto, da cultura regulatória e da história. A resposta regulatória não é precisamente predefinida, mas floresce em face da violação, como construção específica a partir de ampla variedade de abordagens regulatórias.[632]

Márcio Ioro Aranha observa, entretanto, que a teoria da regulação responsiva fornece um arcabouço teórico e recomendações práticas que demonstram a necessária existência de estrutura regulatória para propiciar a dinâmica regulatória responsiva, com atuação inovadora do regulador:

> ... inspiradas no mecanismo regulatório responsivo de transposição de funções regulatórias, governança empresarial, reforço do fluxo regulatório e integração das técnicas de regular em uma pirâmide de punições e de incentivos. O que efetivamente falta à teoria da regulação responsiva e nunca poderá ser colmatado é uma receita de ingredientes regulatórios predefinidos para todas as situações-problema, pois a teoria parte do pressuposto de que cada caso, setor, ambiente institucional, inclusive jurídico, e cultura regulatória demandarão um esforço inovador do regulador na montagem da pirâmide regulatória segundo estratégia pensada frente à estrutura da indústria regulada, às motivações que importem aos atores regulados e o efetivo comportamento dos regulados.[633]

---

[632] AYRES, Ian; BRAITHWAITE, Jonh. *Responsive Regulation: Transcending the Deregulation Debate*. Oxford: Oxford University Press, 1992 Disponível em: http://johnbraithwaite.com/wp-content/uploads/2016/06/Responsive-Regulation-Transce.pdf. Acesso em: 23 de maio de 2023, p. 5.

[633] ARANHA, Marcio Iorio, LOPES, VIEIRA Vânia Lucia Ribeiro, e Othon de Azevedo, FEITOSA, Fernando Barbelli. *Estudo sobre abordagem comando-e-controle e teorias da regulação apoiadas em incentivos, com ênfase na regulação responsiva e seus fundamentos, inclusive o desenho das pirâmides responsivas, bem como sua aplicação direta no setor aéreo, in: Núcleo de Direito Setorial e Regulatório da Faculdade de Direito UnB. Brasília. 23 de março de 2021, pp. 334-335*. Disponível em:

A regulação responsiva espera que o regulador exerça atitude inovadora e aberta a uma variedade de abordagens regulatórias. A responsividade é caracterizada pela atuação inovadora, contemplando respostas construídas a partir da estrutura, do perfil dos regulados, de suas motivações e comportamentos, e considerando a avaliação constante do resultado destas respostas com relação aos objetivos da regulação.

Em termos jurídicos, vale afirmar que o regulador precisará de uma reserva infralegal que possibilite a inovação constante na resposta estatal, justificada por motivações e pelo comportamento do regulado, por resultados de impactos regulatórios e alinhada às finalidades da regulação.

> Uma disciplina infralegal regulatória responsiva incorpora, por pressuposto, as razões acima como próprias ao princípio de tratamento isonômico dos regulados: o regulador recompensará a cada um conforme suas obras. Não se deve confundir, entretanto, uma abordagem responsiva com o culto pela recompensa. A teoria responsiva recomenda sem temor, entretanto, o uso de recompensas informais, como elogios e reconhecimento.[634]

Daí a importância de definir o conteúdo e limites do princípio da legalidade, sob a perspectiva da reserva legal e do mandado de tipificação, incidente sobre o Direito Administrativo Sancionador Regulatório, de modo que permita ao gestor público atuar com margem de discricionariedade necessária para aplicar a sanção como forma de gestão regulatória, bem como pensar em alternativas à sanção, desde que o faça de forma motivada e justificada, conforme as finalidades da regulação e alinhado ao interesse público.

4.4.2. A técnica "tif-for-tat" (retaliação equivalente).

É da combinação constante e dinâmica entre medidas intrusivas, de dissuasão, e medidas de incentivos regulatórios, de persuasão, que deriva a configuração da regulação responsiva. Mas quando dissuadir e quando persuadir? Esse é o questionamento central que impulsiona a dinâmica da regulação responsiva.

Para responder a essa questão Ian Ayres e Jonh Braithwaite utilizam a teoria dos jogos de Jonh Scholz, que modela a regulação como um jogo de dilema do prisioneiro em que a motivação do regulado é minimizar os custos regulatórios e a

---

https://www.gov.br/anac/pt-br/assuntos/regulacao-responsiva/RRANACUnB_Relatorio_RR_01.pdf. Acesso em: 18 de maio de 2023.

634 ARANHA, Marcio Iorio, LOPES, VIEIRA Vânia Lucia Ribeiro, e Othon de Azevedo, FEITOSA, Fernando Barbelli. *Estudo sobre abordagem comando-e-controle e teorias da regulação apoiadas em incentivos, com ênfase na regulação responsiva e seus fundamentos, inclusive o desenho das pirâmides responsivas, bem como sua aplicação direta no setor aéreo, in: Núcleo de Direito Setorial e Regulatório da Faculdade de Direito UnB. Brasília. 23 de março de 2021, p. 330*. Disponível em: https://www.gov.br/anac/pt-br/assuntos/regulacao-responsiva/RRANACUnB_Relatorio_RR_01.pdf. Acesso em: 18 de maio de 2023.

motivação do regulador é maximizar os resultados de conformidade.[635] O autor mostra que uma estratégia de aplicação *tit-for-tat* (de retalhação equivalente) estabelecerá provavelmente uma cooperação mutuamente benéfica, sob suposições que, para os autores, serão atendidas em muitos contextos regulatórios.

Tit-for-tat significa que o regulador se abstém de uma resposta de dissuasão, desde que o regulado esteja cooperando; mas quando o regulado cede à tentação de explorar a postura cooperativa do regulador e trapacear no cumprimento das regras, o regulador, rapidamente, muda de uma resposta cooperativa para uma resposta dissuasoria. Somente se a retaliação do regulador garantir um retorno do regulado à cooperação nos termos exigidos pelo regulador, então este deve restaurar os benefícios da cooperação mútua.[636]

Uma abordagem regulatória de retaliação equivalente (*tit-for-tat*) implica, por parte do regulador, no comportamento de se abster de aplicar sanções enquanto a empresa for cooperativa, utilizando-se de outros instrumentos de persuasão. É que, segundo a teoria responsiva, a postura de retaliação equivalente maximizaria os resultados de conformidade à norma e minimizaria custos regulatórios, sendo benéfico para ambos os lados: regulador e regulado, pressupondo que ambos acabariam adotando posturas cooperativas.

Do ponto de vista econômico, a técnica de retaliação equivalente adotada pelo regulador se justifica na medida em que, demonstrado ao regulado o prejuízo que enfrentará ao insistir em violar as regras regulatórias, optaria este por retornar ao ambiente de conformidade, evitando maiores prejuízos.[637]

A técnica *tit-for-tat* justifica-se também sob a ótica dos estudos comportamentais, por sua capacidade de estimular e valorizar motivações não econômicas para a escolha do cumprimento da regra, relacionadas ao senso de responsabilidade.[638]

A teoria da regulação responsiva considera que o regulado apresenta um complexo de personalidades, não é apenas conduzido por uma racionalidade econômica, por uma relação de custo-benefício. As motivações humanas não são estáticas, mas

---

[635] SCHOLZ, John T. *Cooperation deterrence, and ecology of regulatory enforcement.* Law and Society review, v.18, n. 2, p. 179-224. 1984.
[636] AYRES, Ian; BRAITHWAITE, Jonh. *Responsive Regulation: Transcending the Deregulation Debate*. Oxford: Oxford University Press, 1992 Disponível em: http://johnbraithwaite.com/wp-content/uploads/2016/06/Responsive-Regulation-Transce.pdf. Acesso em: 23 de maio de 2023, p. 21.
[637] *Ibid*, p. 22.
[638] *Ibid*, p. 26-27.

circunstanciais e dinâmicas, ora impulsionados por uma racionalidade econômica, ora por um compromisso com as leis e com a responsabilidade. O contexto também influencia imensamente para a tomada de decisões. Em situações de crise, uma empresa pode optar pelo não cumprimento de uma regra pontual que lhe gere despesas imediatas, gerando o descumprimento motivado pela racionalidade econômica, e pode, em outra ocasião, a mesma empresa optar pelo engajamento em projetos educacionais internos para melhoria da qualidade de seus colaboradores, motivado por um senso de responsabilidade e como resultado do próprio engajamento gerado pelo regulador. Neste sentido, esclarece Alice Voronoff:

> Em vista disso, a construção de uma política pública, lastreada em modelos regulatórios eficientes e operacionais, deve ser responsiva a tais cenários heterogêneos e cambiantes. Há quem busque o lucro a qualquer custo; há quem atue por um senso genuíno de responsabilidade social; e há quem se comporte ora de uma forma, ora de outra. Daí que estratégias regulatórias unidimensionais e estáticas, baseadas ou em persuasão ou em autorregulação, ou apenas em punição, estão fadadas ao insucesso. Enquanto as primeiras tendem a ser manipuladas por atores economicamente racionais, as segundas aniquilam o espírito cooperativo dos atores socialmente responsáveis.[639]

Sob outra perspectiva, o próprio comportamento do regulador, espelha o comportamento do regulado. A forma como o regulador trata o regulado o faz migrar de um perfil mais apoiado na virtude para outro apoiado em uma racionalidade econômica. De forma reflexiva, o regulador cultiva a personalidade correspondente à forma de tratamento que aplica ao regulado.

Partindo da premissa que a sistemática de regulação responsiva tem como objetivo central a cooperação do regulado ao ambiente regulatório; quando o Estado transpõe funções regulatórias ao setor privado, via estímulo à autorregulação a partir da edição de regras internas de *compliance*, influencia na ordem regulatória do mercado e, de forma dinâmica, provoca a adesão gradual privada do regulado ao ambiente de conformidade, estimulando e valorizando um senso responsabilidade que será importante para a dinâmica da retaliação equivalente e para o sucesso da regulação.

O retorno e reforço do vínculo colaborativo entre regulador e regulado é o foco central da teoria responsiva.

4.4.3. Criação de ambiente cooperativo.

O conhecimento sobre a motivação e o comportamento do regulado não se mostra apenas útil no momento da escolha da resposta do regulador perante algum descumprimento regulatório pontual, mas serve como subsídio para que o regulador seja

---

[639] VORONOFF, Alice. **Direito Administrativo Sancionador no Brasil**. Belo Horizonte: Forum. 2018, p. 140.

capaz de estruturar o teor dos incentivos a serem aplicados aos regulados de maneira adequada: aos que obedecem a uma racionalidade econômica, aos que demonstram um comprometimento com o respeito às normas, à responsabilidade social e aos negócios e aos incompetentes ou irracionais.

Observou-se que o tratamento respeitoso do regulado, por parte do regulador, abre espaço à manifestação de uma personalidade de responsabilidade social deste no ambiente regulatório. O tratamento sem ameaças constitui um incentivo ao regulado para que aflore sua faceta de atuação conforme a norma e com responsabilidade social.[640]

Ao estruturar a dinâmica regulatória, o regulador precisa refletir sobre as diversas espécies de constrangimentos para diferentes atores regulados e suas diferentes personalidades, por exemplo, sanções aflitivas de cunho econômico voltam-se para atores regulados cujas manifestações obedeçam a uma racionalidade econômica, como multas, intervenção, apreensão, lacração, suspensão provisória de atividades.

Sob outra perspectiva, o regulador precisa utilizar o momento cooperativo da negociação regulatória para potencializar o efeito instrutivo e demonstrativo nas discussões e debates típicos dessa fase, demonstrando ao regulado que as consequências da desconformidade à norma serão inexoráveis. Os diálogos entre regulador e regulado, no âmbito de um contexto de cooperação, devem vir embasados de uma clara exposição dos efeitos perniciosos da sanção.[641]

4.4.4. Estratégia dinâmica de resposta: estrutura piramidal.

A sistemática de organizar os atores regulados a partir da externalização de suas motivações, consciente de que regulados são atores com múltiplas personalidades, é premissa para esquematizar a escalada ou descida na pirâmide de constrangimentos e sanções (“*enforcement pyramid”)*, na medida que a subida ou descida corresponderá aos diferentes objetivos e motivações externalizados pelos atores regulados.[642]

A dinamicidade e graduação da escalada na pirâmide de constrangimento normativo constitui característica singular da regulação responsiva e *“inspirada em estudos que revelam a ineficácia em se partir diretamente para estratégias dissuasivas*

[640] AYRES, Ian; BRAITHWAITE, Jonh. *Responsive Regulation: Transcending the Deregulation Debate*. Oxford: Oxford University Press, 1992 Disponível em: http://johnbraithwaite.com/wp-content/uploads/2016/06/Responsive-Regulation-Transce.pdf. Acesso em: 23 de maio de 2023, pp. 27-35.
[641] *Ibid*, p. 45.
[642] *Ibid*, p. 128

ao invés de se apelar à ética dos negócios e a medidas educativas sobre as consequências das ações do regulado."[643]

As pirâmides regulatórias constituem um símbolo da regulação responsiva, condensam importantes orientações sobre a teoria e ilustram sua dinâmica, contemplando uma hierarquia de sanções e de estratégias regulatórias de graus variados de intervencionismo. A ilustração da dinâmica regulatória tem como finalidade demonstrar com objetividade e transparência a atuação do regulador, inspirando confiança na sua atitude em escalar e desescalar o constrangimento normativo e as estratégias regulatórias.[644]

A pirâmide de *enforcement* ilustra a severidade das sanções postas no topo da pirâmide, apresentadas como a grande arma do Estado (*Big Gun*) para combater as condutas daqueles que deliberadamente optam pelo descumprimento da norma.[645]

Logo desce para as medidas menos severas até chegar à base da pirâmide. A pirâmide de constrangimento ilustra a dinâmica de escalada e descida da pirâmide, migrando de estratégias mais persuasivas para estratégias mais dissuasórias. A escalada na pirâmide de constrangimento não comporta apenas a visualização das punições formais, mas permite ao regulado visualizar sua migração de uma posição de maior liberdade e segurança para outra de maior controle e ameaça; o que lhe será perceptível a partir da análise das ações que sofrer que lhe gerem desconforto, como, por exemplo, a frequência de atos de fiscalização.[646]

A pirâmide de constrangimento normativa apresenta-se alongada, com uma base alargada, cujo topo se distancia da base. A base apresenta a maioria das ações regulatórias, na qual as tentativas são inicialmente feitas para persuadir o cumprimento da norma. O topo da pirâmide representa a sanção mais grave, a chamada "*Big Gun*".[647] Quanto maior a distância entre a base e o topo da pirâmide, melhores serão os resultados

---

[643] ARANHA, Marcio Iorio, LOPES, VIEIRA Vânia Lucia Ribeiro, e Othon de Azevedo, FEITOSA, Fernando Barbelli. *Estudo sobre abordagem comando-e-controle e teorias da regulação apoiadas em incentivos, com ênfase na regulação responsiva e seus fundamentos, inclusive o desenho das pirâmides responsivas, bem como sua aplicação direta no setor aéreo, in: Núcleo de Direito Setorial e Regulatório da Faculdade de Direito UnB. Brasília. 23 de março de 2021, p. 332*. Disponível em: https://www.gov.br/anac/pt-br/assuntos/regulacao-responsiva/RRANACUnB_Relatorio_RR_01.pdf. Acesso em: 18 de maio de 2023.

[644] AYRES, Ian; BRAITHWAITE, Jonh. *Responsive Regulation: Transcending the Deregulation Debate*. Oxford: Oxford University Press, 1992 Disponível em: http://johnbraithwaite.com/wp-content/uploads/2016/06/Responsive-Regulation-Transce.pdf. Acesso em: 23 de maio de 2023, pp. 4-5.

[645] *Ibid*, p. 6.

[646] *Ibid*, p. 38.

[647] *Ibid*, p. 36.

de conformidade projetados pela atuação responsiva. A pirâmide alongada significa um maior arsenal de instrumentos de constrangimento disponíveis ao regulador até alcançar a sanção mais grave, gerando uma imagem de que o regulador dispõe de uma grande arma benigna ("*benign big gun'* - com fala mansa, mas portadora de um cassetete descomunal).[648]

A base apresenta a maioria das ações regulatórias, na qual as tentativas são inicialmente feitas para persuadir o cumprimento. A próxima fase do escalonamento da aplicação é uma carta de advertência; Se isso não garantir o cumprimento, cabe a imposição de ações civis com penalidades monetárias; se isso falhar, dispõe-se do processo criminal; se isso falhar, é possível a cassação temporária de licença de operação; se isso falhar, caberia a revogação permanente de licença. Ian Ayres e Jonh Brithwaite advertem, ainda, que a pirâmide de aplicação deve ser desenvolvida e adequada conforme a regulação específica de cada setor da economia.[649]

Apenas a partir de evidências cooperativas do regulado em cada fase ou período de fiscalização, será possível concluir pela sua subida ou descida na pirâmide, sendo que quanto mais cooperativo, mais rápido sairá da possível situação de desconforto.

O sistema dinâmico de esforços da regulação responsiva, para possibilitar a aderência e cooperação do regulado ao ambiente de regulação, evidencia o descompasso de uma técnica de aplicação rotineira de penalidades, exatamente porque a aplicação da sanção afasta o regulado do regulador e destrói a cooperação.

Por outro lado, deve-se considerar que quanto menos evidente e poderosa for a técnica de controle utilizada para alcance da conformidade, mais provável que ocorra a internalização das normas de comportamento no ambiente corporativo do regulado. O Estado precisa, em primeiro, lançar mão de técnicas de persuasão, na base da pirâmide, reservando as estratégias mais severas apenas para a retaguarda.

Exatamente para garantir a sua proximidade com o regulado, no sentido de mantê-lo sob sua esfera de influência, o regulador deve seguir o *princípio do mínimo suficiente*, subindo apenas até o ponto da pirâmide de constrangimento normativo suficiente para o alcance da conformidade, sob pena de diminuir os efeitos benéficos da proposta responsiva, que segue a lógica de que medidas de dissuasão ou incapacitação

[648] *Ibid*, p. 41.
[649] *Ibid*, p. 35-36.

somente têm lugar quando a internalização de normas no comportamento do regulado falharem.[650]

No universo das sanções, podemos graduar as que buscam impedir ou prevenir uma ação danosa, caracterizadas por serem constrangimentos dissuasivos (*deterrence*); e sanções incapacitantes (*incapacitative*), tais como a cassação, que, por sua natureza definitiva e final, deve dirigir-se a atores ou personalidades irracionais ou incompetentes.[651]

4.4.5. Comunicação eficiente.

Considerando que na regulação responsiva toma-se o regulado como um complexo de personalidades, ora sobressaindo um perfil mais racionalista econômico, ora um perfil virtuoso ou preocupado com as responsabilidades corporativas, importante destacar também que o próprio comportamento do regulador espelha o comportamento do regulado. É que a forma como o regulador trata o regulado o faz migrar de um perfil mais apoiado na virtude para outro apoiado em racionalidade econômica. De forma reflexiva, o regulador cultiva a personalidade correspondente à forma de tratamento que aplica ao regulado.

O objetivo máximo do regulador é que o regulado opte pela aderência ao ato de conformidade à norma, não pela ameaça de ser punido, mas por uma opção deliberada de integrar e aderir ao ambiente regulatório. Para tanto, a atuação estratégica do regulador precisa orientar os regulados ao esclarecimento da norma (a partir da comunicação dos princípios e finalidades regulatórias, por exemplo), ou seja, incentivar a externalização da personalidade do regulado motivada pela responsabilidade social. Caso o regulador se limite a impor ao regulado a conformidade pela ameaça ou acusação, arrisca transformar um regulado moralmente orientado em um adversário despido de princípios.[652] A postura do regulador que conscientiza o regulado sobre a importância da norma e não condiciona o ato do regulado a uma mera ameaça de sanção, reforça o sentido de responsabilidade do regulado que passa a se pautar pela confiança.

A comunicação eficiente é característica importante na atuação do regulador responsivo que, na dinâmica de escalação da pirâmide, via uso de técnicas de persusassão, deixa explícita sua imagem de invencibilidade.[653] Deve ficar claro para o

[650] *Ibid*, p. 49-51
[651] *Ibid*, p. 30.
[652] *Ibid* , p. 48.
[653] Segundo os Ayres e Braithwaite: "*Clear communication in advance of willingness by the state to escalate up the pyramid gives incentives to both the industry and regulatory agents to make regulation work at lower*

regulado a intenção do Estado em cumprir à risca a regulação, bem assim a imagem de invencibilidade e justiça do regulador, que se apresenta como um cão pastor que conduz o rebanho com sinais de agressividade, transmitindo uma imagem de ataque iminente, mas sem ter que, na grande maioria dos casos, chegar às vias de fato.[654] "*Quando a dominação funciona, a submissão é vista como natural e certo, em vez de compelido.*"[655]

Essa postura do regulador faz refletir, no regulado, uma personalidade leal, cumpridora das normas, cooperativa e de responsabilidade social.[656] A clara e eficiente comunicação antecipada sobre a intenção do Estado em escalar os níveis de constrangimento na pirâmide se apresenta como um incentivo para regulador e regulado se proporem a cumprir a regulação na base da pirâmide.[657]

Para que a regulação opere de forma dinâmica com o objetivo de conquistar e reconquistar sucessivamente a atuação dos regulados para a conformidade à norma, a pirâmide regulatória deve ser estruturada lançando-se mão de um farto arsenal de medidas interventivas de constrangimento, de caráter persuasivas, evitando-se a concentração do esforço regulatório em poucas sanções graves. É exatamente na gradação das medidas de constrangimento que reside a força de uma regulação responsiva, essencialmente dinâmica. Tanto mais forte será a pirâmide em impactar o comportamento do regulado, quanto mais medidas estiverem disponíveis na base da pirâmide, subindo com graus de constrangimento distintos, desde medidas amenas até o topo da pirâmide, com as mais graves.

O regulador não pode transformar a pirâmide de constrangimento normativo em um espectro de medidas regulatórios independentes e estáticas, sob pena de perder as características mais importantes da regulação responsiva: o caráter dinâmico, flexível, dialogado de resposta do regulador, para criar um ambiente de cooperação entre regulador e regulado com o objetivo de conquista e reconquista do regulado à conformidade normativa.

Quando a teoria da regulação responsiva constrói a pirâmide, como desenho regulatório ideal, o faz para evidenciar que o modelo regulatório responsivo é

---

levels of interventionism" ("*A comunicação prévia antes do Estado de escalar a pirâmide incentiva o regulado e o regulador a fazerem com que a regulação funcione nos níveis mais baixos de intervenção").* Intervencionismo").*Ibid*, p. 39.

[654]*Ibid*, p. 44.

[655]*Ibid*, p. 48.

[656]*Ibid*, p. 47.

[657]*Ibid*, p. 38.

um conjunto integrado e dinâmico de medidas escalonadas em gradação correspondente às motivações e aos comportamentos dos regulados.

Se o regulador se concentrar unicamente nos instrumentos de negociação e na atitude cooperativa do regulado, descurando-se da escalada de constrangimentos e da imagem de invencibilidade do regulador, abrirá mão dos benefícios da modelagem regulatória relativos ao uso da grande arma benigna. Nas palavras de Ayres e Braithwaite:

> A ironia proposta foi que a existência e a sinalização da capacidade de ser tão duro quanto necessário podem inaugurar um clima regulamentar que é mais voluntarista e não litigioso do que é possível quando o Estado exclui a adversidade e a punitividade como opção. Cortem-se os topos das pirâmides de fiscalização e haverá menos perspectivas de auto-regulação, menos perspectivas de persuasão como alternativa à punição.[658]

Sob ótica diversa, quando o exercício da atuação responsiva se desvia da aplicação de medidas dissuasórias iniciais e flexíveis, para se concentrar na aplicação de sanções drásticas e estáticas, coloca em risco os benefícios esperados da modelagem regulatória.

4.5. Pirâmides regulatórias.

A compreensão da teoria da regulação responsiva depende da identificação das pirâmides.[659] Apresentam-se as seguintes pirâmides regulatórias: pirâmide de estratégias regulatórias; pirâmide de constrangimento; pirâmide de perfis dos regulados; pirâmide de finalidades regulatórias; pirâmide de regulação em rede; e diamante regulatório (com duas pirâmides: aspiracional e de conformidade).

Inicia-se com uma breve introdução e, a seguir, apresentam-se as pirâmides.

---

[658] *Ibid*, p. 39. Tradução livre.

[659] Márcio Aranha, Othon de Azevedo, Vania Vieira e Fernando Feitosa apresentaram um estudo contendo onze pirâmides relacionadas à regulação responsiva, citando: pirâmide de estratégias regulatórias; pirâmide de constrangimento; pirâmide de perfis dos regulados; pirâmide finalidades regulatórias; pirâmide de pareamento entre perfis de regulados e tipos de justiça; pirâmide de recompensas; pirâmide de sanções; pirâmide de regulação em rede; diamante regulatório (com duas pirâmides: aspiracional e de conformidade); pirâmide de mecanismos regulatórios; e pirâmide tridimensional. Segundo os autores: "*Em nenhum outro estudo em português, ou inglês, tais pirâmides são todas alinhadas para uma compreensão abrangente da teoria da regulação responsiva."* ARANHA, Marcio Iorio, LOPES, Othon de Azevedo; VIEIRA, Vânia Lucia Ribeiro, e FEITOSA, Fernando Barbelli. *Estudo sobre abordagem comando-e-controle e teorias da regulação apoiadas em incentivos, com ênfase na regulação responsiva e seus fundamentos, inclusive o desenho das pirâmides responsivas, bem como sua aplicação direta no setor aéreo, in: Núcleo de Direito Setorial e Regulatório da Faculdade de Direito UnB. Brasília. 23 de março de 2021, p. 332*. Disponível em: https://www.gov.br/anac/pt-br/assuntos/regulacao-responsiva/RRANACUnB_Relatorio_RR_01.pdf. Acesso em: 18 de maio de 2023.

4.5.1. Introdução.

A figura da pirâmide regulatória, de matiz responsiva, foi apresentada por Jonh Braithwaite, em 1985, na obra "*To Punish or Persuade: Enforcement of Coal Mine Safety*"[660] a partir de um estudo empírico sobre métodos de regulação de segurança no trabalho em minas de carvão, sob o argumento de que a conformidade à norma seria mais provável quando o regulador explicitasse ao regulado o panorama punitivo escalonado, via uma pirâmide de constrangimento normativo (ou *enforcement Pyramid*), capaz de representar o tipo e a proporção dos possíveis constrangimentos disponíveis ao regulador.[661]

Jonh Braithwaite destaca que a teoria da regulação responsiva constitui uma obra coletiva em razão das inúmeras influências que recebeu desde sua criação. Peter Mascini[662] ressalta que as pirâmides são representações simplificadas que condensam as principais características e pressupostos da regulação responsiva e fornecem um meio prático para melhorar o *enforcement*. Todavia, o apego somente à forma pode levar o regulador, o regulado e a sociedade a negligenciarem aspectos centrais da teoria da regulação responsiva.[663] As imagens das pirâmides sintetizam os pressupostos e características principais do agir do regulador responsivo.

A pirâmide de estratégias regulatórias oferece uma solução para o problema de como escolher entre uma técnica de aplicação da norma de caráter persuasivo e uma técnica de caráter punitivo.[664] O modelo da pirâmide propõe que o regulador inicie

---

[660] BRAITHWAITE, John. *To Punish or Persuade: Enforcement of Coal Mine Safety*. Albany: State University of New York Press, 1985. Disponível em: http://johnbraithwaite.com/wp-content/uploads/2016/06/To-Punish-or-Persuade-Enforce.pdf. Acesso em: 26 de maio de 2023.

[661] Declara Ayres Braithwaite que o trabalho sobre regulação responsiva começou com a influência de muitos profissionais com experiência na fiscalização escalonada no final da década de 1970 e início da década de 1980 na indústria farmacêutica, mas especialmente com profissionais da fiscalização da segurança em minas de carvão. BRAITHWAITE, Jonh. *The essence of responsive regulation*. UBC Law Review 475. 2011. Disponível em: http://johnbraithwaite.com/wp-content/uploads/2016/03/essence_responsive_regulation.pdf. Acesso em: 6 de jan de 2023.

[662]Peter Mascini é professor de estudos jurídicos empíricos na Universidade Erasmus School Law na Holanda e possui estudos sobre regulação responsiva, destacando: *Why was the enforcement pyramid so influential? And what price was paid?* e *"Responsive Regulation at the Dutch Food and Consumer Product Safety Authority: An Empirical Assessment of Assumptions Underlying the Theory"*.

[663] Mascini, Peter. Why was the enforcement pyramid so influential? And what price was paid?. Regulation & Governance. 2013, pp. 48–60. doi: 10.1111/rego.12003. Disponível em: http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/rego.12003/abstract. Acesso em: 26 de maio de 2023.

[664] BRAITHWAITE, John. *Restorative Justice & Responsive Regulation*. Oxford: Oxford University Press, 2002. Disponível em: http://johnbraithwaite.com/wp-content/uploads/2019/02/Restorative-Justice-and-Responsive-regulation-book.pdf. Acesso em: 26 de maio de 2023, p. 29.

com estilo persuasivo e aumente as punições somente quando o regulado consistentemente se recuse a cooperar.

> Um regulador privado ou público preocupado em melhorar o desempenho ambiental de proteção do consumidor, de segurança, prudencial ou outro de um ator social deve primeiro olhar para os seus pontos fortes e depois procurar expandi-los. Uma pirâmide baseada em pontos fortes ... procura tentar uma estratégia após a outra, fortalecendo mais pontes fortes sobre o setor alçado nos níveis mais baixos da pirâmide. A ideia é que a maior parte dos problemas sejam resolvidos através da expansão da capacidade de gestão.[665]

O regulador deve punir ou incapacitar o infrator quando encontra oposição persistente e deve consultar ou persuadir quando encontrar cooperação.[666] Segundo Braithwaite:

> Mesmo nos assuntos mais graves – desrespeitando as obrigações legais de exploração de uma central nuclear que arrisca milhares de vidas, por exemplo – mantivemos-nos fiéis a presunção de que é melhor começar com o diálogo na base da pirâmide. Uma presunção significa que, por mais grave seja o problema, a nossa resposta normal é tentar primeiro o diálogo para lidar com ele, e apenas anular a presunção se existirem razões para o fazer. É claro que as vezes haverá tais razões – um primeiro ofensor violento que durante o julgamento promete perseguir a vítima e matá-la, deve ser preso.[667]

É comum, na literatura responsiva, inclusive em razão das características diversas dos setores regulados, que não se preencham as medidas específicas nas pirâmides, remetendo-se ao regulador específico o esforço de tal preenchimento.

> Esta pirâmide de aplicação específica pode ser aplicável à regulamentação de saúde e segurança ocupacional, meio ambiente ou lares de idosos, mas inaplicável à regulamentação bancária ou de ação afirmativa. Não é no conteúdo da pirâmide de aplicação que queremos concentrar-nos durante esta discussão, mas na sua forma. Diferentes tipos de sanções são apropriados para diferentes áreas regulatórias.[668]

Assim, a pirâmide de constrangimento não foi desenhada pelos autores Ayres e Braithwaite para aplicação a quaisquer setores ou circunstâncias. Cada setor precisa construir suas próprias pirâmides, segundo as características, segmento e condições próprias, pois o conjunto de instrumentos persuasivos adequados depende do setor e do seu contexto. Duas pirâmides propostas por Jonh Braithwaite (de estratégias

---

[665] BRAITHWAITE, John. *The essence of responsive regulation*. UBS Law Review. 475. 2011. Disponível em: Disponível em: http://johnbraithwaite.com/wp-content/uploads/2016/03/essence_responsive_regulation.pdf. Acesso em: 6 de jan. de 2023.

[666] Mascini, Peter. *Why was the enforcement pyramid so influential? And what price was paid?* Regulation & Governance. 2013, pp. 48–60. doi: 10.1111/rego.12003. Disponível em: http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/rego.12003/abstract. Acesso em: 26 de maio de 2023.

[667] BRAITHWAITE, John. *The essence of responsive regulation*. UBS Law Review. 475. 2011. Disponível em: Disponível em: http://johnbraithwaite.com/wp-content/uploads/2016/03/essence_responsive_regulation.pdf. Acesso em: 6 de jan. de 2023.

[668] AYRES, Ian; BRAITHWAITE, Jonh. *Responsive Regulation: Transcending the Deregulation Debate*. Oxford: Oxford University Press, 1992 Disponível em: http://johnbraithwaite.com/wp-content/uploads/2016/06/Responsive-Regulation-Transce.pdf. Acesso em: 23 de maio de 2023, p. 36. Tradução livre.

regulatórias e de constrangimento) apresentam função demonstrativa e podem ter mais ou menos camadas, a depender do setor regulado. O que mais importa à compreensão do sistema de pirâmide regulatória é entender como se opera a dinâmica de escalada punitiva e desescalada persuasiva.

Embora as pirâmides regulatórias possam ter mais ou menos camadas e tipos de constrangimento, elas revelam algo em comum: as áreas de cada nível da pirâmide são proporcionais às atividades descritas e esperadas do regulador. Neste ponto, ressalta-se que a pirâmide não é simplesmente uma demonstração de que a maior parte dos atores e comportamentos estarão na sua base, mas impõe-se como uma recomendação de que o regulador concentre esforços em direção à base, mediante incentivos persuasivos.

A existência de duas pirâmides na formulação inaugural da teoria da regulação responsiva: pirâmide de constrangimento e pirâmide de estratégias regulatórias, poderia dar a impressão de que a descrição dessas pirâmides seria espelhada, ou seja, de que o observador teria condições de sobrepor a pirâmide de estratégias à pirâmide de atividades de constrangimento, bem como que elas teriam o mesmo número de níveis e que para cada estratégia haveria uma atividade de constrangimento correspondente.

Contudo, a descrição das pirâmides não segue uma divisão estanque de níveis, mas tem efeito apenas demonstrativo, no sentido de apresentar as prioridades de atuação regulatória, distribuídas desde a base até o topo da pirâmide.

As pirâmides organizam as posições relativas ao que representam e não se espelham entre si, ou seja: não mantém uma relação de correspondência por camada. Não possuem o mesmo número de camadas. As camadas de uma pirâmide podem ser reunidas ou distribuídas em uma ou mais camadas de outra pirâmide.

Visualizaremos no Capítulo seguinte que, enquanto a pirâmide de estratégias regulatórias apresenta quatro níveis, a de constrangimentos detém seis níveis. Assim, constrangimentos de ordem penal (situados na quarta camada da pirâmide de constrangimentos) podem ser aplicados no nível de autorregulação regulada (situada na segunda camada da base da pirâmide de estratégias regulatórias). De igual forma, todas as camadas intermediárias da pirâmide de constrangimento podem estar presentes na terceira camada da pirâmide de estratégias regulatórias, como formas de regulação por comandos normativos com discricionariedade. A correspondente segunda camada da pirâmide de estratégias regulatórias (equivalente à autorregulação regulada ou com constrangimento normativo estatal) partilhará de técnica de persuasão própria à primeira

camada da pirâmide de constrangimento e de técnica de dissuasão própria às camadas subsequentes da pirâmide de constrangimento.

4.5.2. Pirâmide de Estratégias Regulatórias (*Pyramid of Regulatory Strategies)*[669] e *Pirâmide de Mecanismos Regulatórios.*

As primeiras referências às pirâmides regulatórias foram propostas com a apresentação de duas pirâmides: Pirâmide de Estratégias Regulatórias *(Pyramid of regulatory strategies)* e a Pirâmide de Constrangimento *(Enforcement Pyramid)*.

A pirâmide de estratégias regulatórias se propõe a demonstrar as formas de regulação que guiam a abordagem do regulador, demonstrando os espaços deixados à: (i) autorregulação (*self-regulation*), (ii) à autorregulação forçada (*enforced self-regulation),* (iii) à regulação por sanções discricionárias, que pressupõe comandos normativos com discricionariedade para punir (*command regulation with discretionary punishment*) e (iv) à regulação por sanções vinculadas, que pressupõem comandos normativos com sanções vinculadas (*command regulation with nondiscretionary punishment)*.[670]

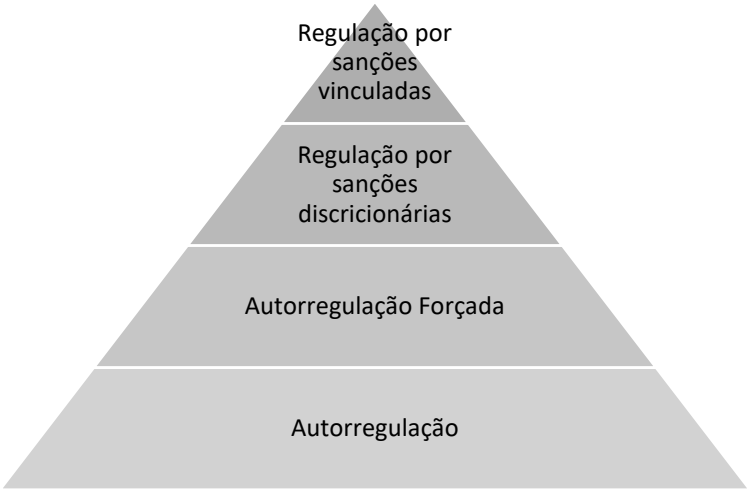


Figura 1. Fonte: AYRES, Ian, BRAITHWAITE, Jonh. Responsive Regulation: Transcending the Deregulation Debate, Oxford Social Legal Studies:1992, p. 39

Para Jonh Braithwaite configura uma vantagem na atividade de regulação a capacidade de escalar estratégias regulatórias de autorregulação, para a autorregulação

[669] AYRES, Ian, BRAITHWAITE, Jonh. *Responsive Regulation: Transcending the Deregulation Debate,* Oxford Social Legal Studies:1992, p. 39.

[670] Para os autores: *"Queimar pontes e promulgar uma política de punição não discricionária têm ambos o efeito de demonstrar compromisso – de comunicar a um adversário a intenção de nunca ceder."* AYRES, Ian; BRAITHWAITE, Jonh. *Responsive Regulation: Transcending the Deregulation Debate*. Oxford: Oxford University Press, 1992 Disponível em: http://johnbraithwaite.com/wp-content/uploads/2016/06/Responsive-Regulation-Transce.pdf. Acesso em: 23 de maio de 2023, p. 39.

forçada, passando, a seguir, para a regulação com discricionariedade para punir, e, finalmente, a regulação com punições vinculadas.[671]

Em 2006, Braithwaite publicou com a australiana Judith Healy o artigo denominado "*Designing safer health care through responsive regulation*" (Projetando cuidados de saúde mais seguros por meio de regulamentação responsiva), no qual investiga melhorias no sistema de saúde australiano a partir do estudo de estratégias de regulação responsiva.

Os autores propõem a ampliação das etapas da piramide de estratégias regulatórias para inclusão de duas abordagens de viés educativa, de *soft regulation*, no rol de estratégias do regulador posicionados abaixo da zona de autorregulação e são representados por: mecanismos de mercado e voluntarismo, conforme se apresenta na pirâmide regulatória e exemplos de mecanismos de segurança e qualidade abaixo.[672]

Figura 2: Fonte: HEALY, Judith, BRAITHWAITE, Jonh. Designing safer health care through responsive regulation. MJA. Volume 184. Number 10.15 May 2006, p. 57.

- Comando e controle: os autores denominam de "comando e controle" o setor estratégico que comporta as infrações que invoquem sanções mais graves criadas e impostas pelo Estado: criminais, cíveis, suspensão ou revogação de licença, inabilitação. O que equivaleria a "regulação por sanções vinculadas" disposta no topo da pirâmide inicial.
- Metaregulação: no setor estratégico de metaregulação, os autores alocam as abordagens de regulação forçada, identificada como a exigência de melhoria contínua obrigatória forçada e ratificada por um órgao estatal, portanto, executáveis, incluindo: auditoria externa, relatórios obrigatórios de incidentes, análises de causas obrigatória, proteção para denunciantes, publicação de indicadores de desempenho, ouvidoria para reclamações de consumidores, governança.
- Autorregulação: no setor estratégico de autorregulação alocam-se compliance interno não forçado, governança interna, metas de desempenho, avaliação comparativa, revisão por pares, divulgação de informações.
- Mecanismos de mercado: estimula-se: competitividade, gratificação por desempenho, contratação por performance, informaçoes/transparência ao consumidor.

---

[671] BRAITHWAITE, John. To Punish or Persuade: Enforcement of Coal Mine Safety. Albany: State University of New York Press, 1985, p. 142. Disponível em: http://johnbraithwaite.com/wp-content/uploads/2016/06/To-Punish-or-Persuade-Enforce.pdf. Acesso em: 26 de maio de 2023.

[672] HEALY, Judith, BRAITHWAITE, Jonh. *Designing safer health care through responsive regulation*. MJA. Volume 184. Number 10.15 May 2006. Disponível em: https://pubmed.ncbi.nlm.nih.gov/16719738/. Acesso em: 6 de junho de 2023.

- Voluntarismo: estimula-se: adoção de protocolos e orientações internas, monitoramento pessoal, educação continuada e inovação tecnológica.[673]

Para os autores, o desafio para obter segurança e qualidade dos regulados e do setor regulado é projetar sistemas mais seguros e inculcar uma cultura de segurança, exigindo-se que a governança internalize esses sistemas e práticas no dia a dia corporativo dos regulados.

No setor reservado à metaregulação, o regulador externo verifica se um autorregulador está regulando internamente suas atividades conforme padrões que são externamente aceitáveis. É uma autorregulação regulada publicamente: aplicação de regras privadas, monitoradas publicamente. Um metarregulador precisa de poder para impor a autorregulação quando uma questão exige tanto a criatividade da autorregulação na resolução de problemas como a garantia de que os padrões mínimos sejam cumpridos.[674]

Na autorregulação forçada, ao contrário da autorregulação voluntária, há execução no caso de descumprimento. Se um regulado não cumprir uma das regras escritas de forma privada e ratificada publicamente, a organização e os seus gestores podem ser sancionados por essa falha. Esta estratégia de autorregulação forçada tenta garantir a criatividade, a flexibilidade e a relação custo-eficácia de se afastar do comando e controle (ou da "regulação por sanções vinculadas"), mantendo simultaneamente a capacidade de aplicação pública.

Uma estratégia regulamentar que aproveita a criatividade da gestão para proporcionar uma melhoria contínua da qualidade permite aos líderes elevar os padrões de todo o setor.

Por "modelos de aprendizagem" os autores indicam a prática de condutas baseada em evidências e em directrizes e protocolos de melhores práticas.

---

[673] HEALY, Judith, BRAITHWAITE, Jonh. *Designing safer health care through responsive regulation*. MJA. Volume 184. Number 10.15 May 2006. Disponível em: https://pubmed.ncbi.nlm.nih.gov/16719738/. Acesso em: 6 de junho de 2023, p. 57.

[674] Para os autores, um exemplo de autorregulação imposta é um requisito externo de que cada hospital deve implementar um plano de controle de infecções e traçar os resultados da infecção ao longo do tempo. Os administradores hospitalares inovadores têm permissão para conceber os seus próprios padrões e programas, desde que apresentem bons argumentos de que os seus padrões são melhores do que os padrões padrão. O dinamismo pode ser incorporado na autorregulação imposta para estimular gestores relutantes, exigindo melhoria contínua. Isto significa que, todos os anos, os gestores são obrigados a fazer algo para tornar o controle de infecções melhor do que no ano passado. HEALY, Judith, BRAITHWAITE, Jonh. *Designing safer health care through responsive regulation*. MJA. Volume 184. Number 10.15 May 2006. Disponível em: https://pubmed.ncbi.nlm.nih.gov/16719738/. Acesso em: 6 de junho de 2023.

As constatações de Healy e Braithwaite são empíricas e partem de análises de conjunturas específicas, em especial, neste caso, oriundas das Austrália e do setor da saúde. O diagnóstico sobre a forma de estruturação da pirâmide de estratégias regulatórias deve resultar da dinâmica natural do setor regulado, que depende também das condições jurídicas do ambiente regulado.

Cada setor regulado deve construir sua própria prirâmide de estratégias regulatórias de modo a, em primeiro, definir o número de camadas que alocará na pirâmide e, posteriormente, alocar estratégicamente as matérias que serão distribuidas em cada camada, definindo o que ficará a cargo de sanções vinculadas, de sanções discricionárias, de autorregulação forçada e de autorregulação voluntária.

4.5.3. Pirâmide de Constrangimento (Enforcement Pyramid).

A pirâmide de constrangimento é estruturada a partir da persuasão, escalando sucessivamente para: advertência, sanção cível, sanção penal, suspensão temporária de licença de operar e revogação da licença de operar, esta como sanção mais grave, conforme se apresenta na figura abaixo.

Figura 3: Fonte: Ian Ayres e John Braithwaite. Responsive Regulation: Transcending the Deregulation Debate, 1992, p. 35.

Na base da pirâmide reside a resposta de caráter inovador do regulador, com finalidade de obter a conformidade do regulado com pouca intervenção e com menores custos, chamados de instrumentos brandos, ou *soft tools*, tais como orientações de conduta, protocolos, estratégias educativas, reunidos no termo genérico de instrumentos de diálogo e persuasão voltados ao perfil do regulado tendente a cooperar. Os instrumentos passam a assumir caráter mais coercitivo à medida que escalam em direção ao ápice da pirâmide, podendo-se aplicar, a depender do setor regulado, medidas mais interventivas, incluindo suspensão de atividades, perda de licença de operar, dentre

outros. A depender do setor regulado e de sua conjuntura, as técnicas de persuasão serão diferentes.[675]

A regulação responsiva é uma abordagem que valoriza a confiança, a transparência e o profissionalismo; que pretende transcender a escolha polarizada entre punição e persuasão. A pirâmide regulatória é uma tentativa de resolver o enigma de quando persuadir e quando punir.

Os elementos-chave da regulação responsiva são: a) o regulador começa na base da pirâmide de constrangimentos com a persuasão; b) todavia, um único mecanismo regulador raramente é suficiente, uma vez que as fraquezas de um mecanismo devem ser complementadas pelos pontos fortes de outro; c) por isso, deve haver capacidade de escalada se a persuasão falhar.

Na base da pirâmide, cabe uma abordagem mais persuasiva e baseada no diálogo para garantia do cumprimento de uma regra, através da invocação de recompensas informais, como elogios, em vez de sanções. Ao escalar a piramide, deve-se invocar estratégias mais exigentes. A presunção piramidal de persuasão propicia uma opção mais barata e respeitosa para obter a conformidade. Os pedidos educados seguidos de ameaças têm maior probabilidade de funcionar quando é conhecido que o incumprimento resultará em uma progressão na pirâmide. Nas palavras de Braithwaite:

> A ideia de uma regulação responsiva é que as intervenções informais para resolver os problemas, bem como o feedback positivo sobre as realizações e os pontos fortes, podem ser tudo o que é necessário para persuadir um prestador de cuidados de saúde. As infrações persistentes podem eventualmente provocar inspeções repetidas e divulgação pública do não cumprimento dos padrões. Mas, mesmo neste nível, deve ser oferecido encaminhamento para serviços de apoio ou mentoria. Cada escalada na pirâmide também deve indicar um caminho para a desescalada. Violações graves e continuadas das diretrizes regulatórias podem incorrer em penalidades financeiras e resultar na redução de atividades. Por exemplo, pode ser recusado financiamento público a um hospital para cirurgias electivas adicionais até que o problema seja resolvido, ou o registo de um médico pode ser cancelado. A remoção ou o encerramento das licenças são os últimos recursos e sinalizam o fracasso de ambas as partes em garantir que o público seja bem servido.[676]

---

[675] Advertem Peter Grabosky e Jonh Braithwaite que, no âmbito da regulação de empresas, deve-se privilegiar a autorregulação, à fiscalização regulatória, o monitoramento e a investigação criminal por provocação. No caso de regulação bancária, os autores apontam que devem predominar as técnicas de monitoramento (como as consultas informais) e as técnicas de persuasão (como a ameaça não concretizada de imposição de severas penalidades) e informação sobre os extensos poderes de intervenção e cassação de licenças de operação possíveis. GRABOSKY, Peter.; BRAITHWAITE, Jonh. Of Manners Gentle. *Enforcement Strategies of Australian Business Regulatory Agencies*. Melbourne: Oxford Universit Press/Australian Institute of Criminology, 1986, p. 16. Disponível em: http://johnbraithwaite.com/wp-content/uploads/2016/03/Of_Manners_Gentle.pdf>. Acesso em: 29 de maio de 2023.

[676] BRAITHWAITE, John. To Punish or Persuade: Enforcement of Coal Mine Safety. Albany: State University of New York Press, 1985, p. 142. Disponível em: http://johnbraithwaite.com/wp-content/uploads/2016/06/To-Punish-or-Persuade-Enforce.pdf. Acesso em: 26 de maio de 2023

Para Brithwaite e Judith Healy *"nem a punição consistente nem a persuasão consistente se mostraram eficazes a longo prazo. A punição consistente é muito cara, e a persuasão consistente dos incorrigivelmente antiéticos ou incompetentes é ingênua*." [677]

4.5.4. Pirâmide de Perfil do regulado e Pirâmide de Finalidade regulatória.

Em 2006, Jonh Braitewhaite volta-se ao estudo dos atores regulados, a fim de organizar os perfis dos regulados em uma pirâmide que denomina pirâmide de perfis de regulados, assumindo a existência de três grupos de atores dispostos da base ao topo da pirâmide: virtuosos, racionais; e irracionais.[678] A partir da observação da pirâmide de perfis dos regulados, a sanção se aplicaria aos atores irracionais e resistentes (ou incompetentes).

Destaca-se ainda mais uma pirâmide regulatória com intuito de organização das finalidades das medidas de constrangimento, a pirâmide de finalidade regulatória, que se apresenta dividida em: persuasiva; dissuasiva; e incapacitante.

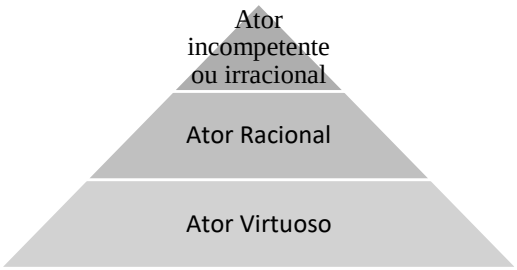


Figura 4: Fonte: John Braithwaite. *The Essence of Responsive Regulation*[679]

Figura 5: Fonte: John Braithwaite *The Essence of Responsive Regulation*[680]

A pirâmide de perfil dos regulados e a pirâmide de finalidade regulatória orientam a estratégia regulatória a ser adotada pelo regulador de acordo com o comportamento do regulado e a finalidade da regulação. A escalada em graus de intervenção estatal, estabelecida em resposta à conduta do regulado, depende e varia de acordo com o seu comportamento e com a finalidade da regulação.

---

[677] *Ibid*.
[678] BRAITHWAITE, Jonh. *Responsive Regulation and Developing Economies*. World Development, v. 34, n. 5, 2006. http://johnbraithwaite.com/wp-content/uploads/2016/03/Responsive_Regulation_2006.pdf. Acesso em: 30 de maio de 2023, p. 887.
[679] BRAITHWAITE, Jonh. *The essence of responsive regulation*. UBS Law Review. 475. 2011, p. 486. Disponível em: Disponível em: http://johnbraithwaite.com/wp-content/uploads/2016/03/essence_responsive_regulation.pdf. Acesso em: 6 de jan. de 2023.
[680] *Ibid.*

Há diferentes motivações para a conformidade por parte do regulado. Há regulados que apenas cumprirão as normas quando o comportamento desejado corresponder à escolha economicamente racional (ator racional). Na base da pirâmide de perfil dos regulados estão os regulados que cumprirão as normas porque imbuídos do sentimento de responsabilidade social (ator virtuoso). Por fim, no ápice da pirâmide de perfil dos regulados estão os regulados que não conseguirão cumprir a norma em virtude de incompetência ou de irracionalidade (ator incompetente ou irracional).

Compreende-se que determinado regulado pode assumir motivações diferentes durante sua trajetória, alternando períodos em que exiba comportamento mais racional, virtuoso ou, inclusive, irracional ou incompetente. Cabe ao regulador acompanhar e monitorar o perfil dos regulados com o fim de atribuir-lhes os tratamentos e respostas adequadas no exercício da regulação.

Normalmente, a persuasão falha quando o regulado é um ator racional, porque ele penderá a calcular os custos de *enforcement* comparados aos ganhos de infringência da norma. Neste caso, a escalada progressiva da pirâmide irá provavelmente levar os agentes a um ponto em que seja racional agir em conformidade.[681]

A teoria reconhece que estratégias baseadas majoritariamente em punições eliminarão a boa vontade de atores motivados pelo sentimento de responsabilidade social. O ator virtuoso, caso cometer uma infração, merece tratamento respeitoso do regulador, de cunho persuasivo, deve ter a opção de seguir cumpridor da norma, situando-se na base pirâmide de estratégias regulatórias. Assim, cada um dos perfis reclama a existência de abordagens regulatórias diferentes, a serem aplicadas dinamicamente em resposta ao comportamento dos regulados.

4.5.5. Pirâmide de Regulação em Rede.[682]

A teoria responsiva refuta a noção da atuação unilateral estatal do regulador e trata a abordagem regulatória a partir dos reguladores estatais, regulados e de terceiros que podem intervir na regulação. Trata-se da camada do tripartismo da teoria responsiva, que convoca todos os interessados a dialogarem e a pressionarem os agentes para a conformidade. A regulação por governança em rede (*network regulation*) levada a efeito por uma pluralidade de agentes privados e profissionais, é apresentada também para

---

[681] Braithwaite, Jonh. ***Responsive Regulation and Developing Economies***. v. 34. n. 5. World Development, 2006. Disponível em: http://johnbraithwaite.com/wp-content/uploads/2016/03/Responsive_Regulation_2006.pdf. Acesso em: 30 de maio de 2023, p. 857.
[682] Pirâmide de governança regulatória em rede ou apoiada em nós de governança em rede. *Ibid*, p. 890.

suprir problemas de capacidade estatal. Caberia ao Estado escalar menos em termos de intervenção estatal e mais em termos de governança em rede através de agentes reguladores não estatais (organizações não governamentais, associações industriais, firmas de auditoria, organizações internacionais e etc.).

A regulação em rede pressupõe a existência de governança que se caracteriza por: a) uma pluralidade de atores (estados, corporações, organizações internacionais, instituições de "sociedade civil") formando grupos mais ou menos interligados; b) redes de governança; c) uma pluralidade de mecanismos (força, persuasão, pressão econômica, criação e manipulação de normas); e d) rápida mudança adaptativa.

Burris; Drahos e Shearing, a partir de estudos sobre os direitos de propriedade intelectual farmacêutica, descrevem como o setor privado pode potencializar os efeitos das pirâmides de constrangimento por meio de nós de governança. A governança nodal é uma elaboração da teoria de rede contemporânea que explica como uma variedade de atores operando dentro de sistemas sociais interagem ao longo de redes para governar os sistemas que habitam.[683]

A partir da teoria de governança nodal, Peter Drahos propõe a pirâmide de coordenação nodal (ou *nodally coordinated pyramids)*, com o objetivo de ampliar o alcance do constrangimento.

A estratégia de governança nodal se alinha com organização de regulação descentralizada e com a governança em rede.

A pirâmide de regulação em rede utiliza parceiros privados para contornar o *déficit* de capacidade regulatória de países em desenvolvimento, desonerando a estrutura estatal do ônus de implementar as medidas de incentivo à conformidade normativa do regulado, mediante a crescente agregação de atores não-estatais em rede de governança, que exercerão progressiva oneração ou pressão sobre o ator regulado em desconformidade, lançando-se mão, até mesmo, de recompensas motivadoras de agentes privados para a descoberta de atitudes desviantes da norma.[*684*]

---

[683] BURRIS, Scott; DRAHOS, Peter; SHEARING, Clifford. *Nodal Governance.* Published Version Available at 30 Australian Journal of Legal Philosophy 30 (2005). Temple Law School Working Papers, pp. 1-44. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=760928. Acesso em: 30 de maio de 2023.

[684] BRAITHWAITE, Jonh. *Responsive Regulation and Developing Economies*. World Development, v. 34, n. 5, p. 884-898, 2006. Disponível em: https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0305750X06000283. Acesso em: 6 de jan. de 2023.

4.5.6. Diamante Regulatório.

Uma vertente da teoria da regulação responsiva contempla a noção de conformidade para além das regras, representada por duas pirâmides posicionadas em forma de um diamante, com a proposta de ampliar o conceito de regulação, incluindo a referência ao comportamento para além da conformidade (*beyond compliance)*, desenvolvida por *Jonathan Kolieb*.[685]

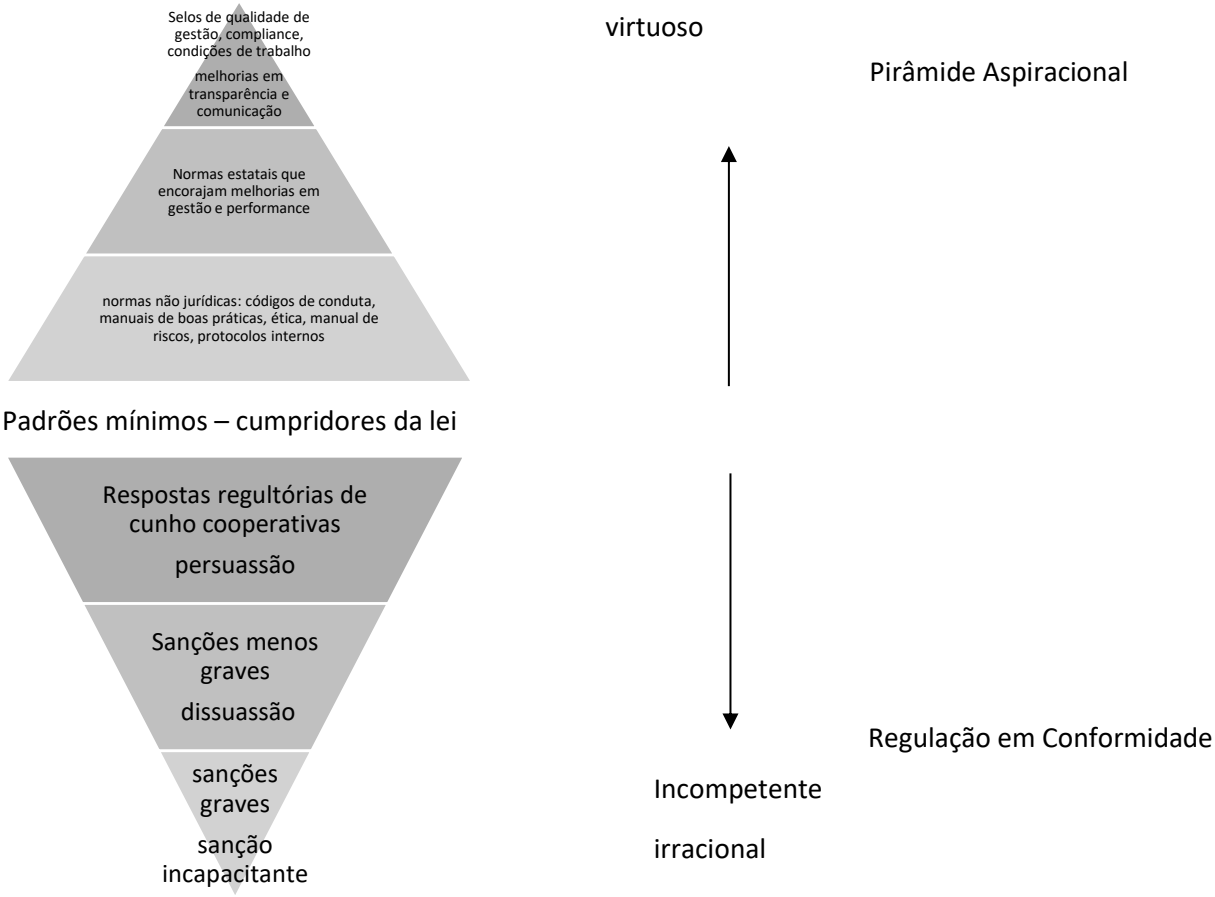


Figura 6: Fonte: Jonathan Kolieb. When to Punish, When to Persuade and When to Reward: Strengthening Responsive. Regulation with the Regulatory Diamond, p. 150.

A partir do diamante regulatório se pretende que o regulador adote também métodos e mecanismos de incentivo ao regulado para estimular a atuação para além de padrões legais de conformidade normativa de conduta voltados à satisfação de objetivos regulatórios.

O diamante regulatório sugere que a conformidade com certos padrões legais muitas vezes não é um ponto final, mas um ponto de passagem - embora o mais

[685] Jonathan Kolieb é PhD em Direito pela Universidade de Melbourne, Austrália, e autor do estudo: When to Punish, When to Persuade and When to Reward: Strengthening Responsive. Regulation with the Regulatory Diamond, no qual desenvolve a tese do diamante regulatório.

importante - para melhorar o comportamento do regulado. Assim como a pirâmide de Jonh Braithwaite ofereceu um roteiro para reguladores alcançarem a conformidade, o diamante de Kolieb oferece um roteiro para ir além da conformidade, no alcance de metas regulatórias e realização de melhoria contínua da regulação. Ao fazê-lo, também oferece benefícios práticos para regulados e reguladores que projetam, compreendem e operam dentro de um determinado regime.[686]

A proposta do diamante regulatório enfatiza padrões e incentivos comportamentais de conformidade à norma e incentiva o regulado a atuar além do exigido pela norma. Cada metade do diamante regulatório, superior e inferior, representa um aspecto da regulação.

A metade inferior do diamante, que equivale a um triangulo invertido, representa a pirâmide de constrangimento de Jonh Braithwaite, reunindo as medidas punitivas e persuasivas com finalidade de conformidade normativa (*compliance regulation).*

A metade superior do diamante, acrescentada pela teoria de Jonathan Kolieb representa a regulação aspiracional ou *aspirational regulation*.

> Substancialmente, o diamante regulatório incorpora dois tipos de atividades regulatórias: a regulação em conformidade (compliance regulation) — os mecanismos regulatórios empregados para encorajar a adesão a certos padrões comportamentais; e regulação aspiracional - o regulador absorve mecanismos empregados para encorajar os regulados a melhorar seu comportamento além mera observância de padrões mínimos.[687]

O núcleo central do diamante, composto pelas bases das pirâmides de conformidade e de aspiração, representam o espaço regulatório no qual ocorre a maioria das interações regulatórias, apresentadas pelas medidas educativas e mecanismos cooperativos calcados no diálogo entre regulador e regulado.

Assim, o diamante regulatório comporta: (1) padrões mínimos de comportamento — representados pela linha média ao centro do diamante; (2) mecanismos para fazer cumprir esses padrões – ingressando na metade inferior do losango, que representa a "conformidade com a regulação"; e (3) mecanismos para incentivar os regulados a ultrapassar os padrões mínimos e tentar atingir metas

---

[686] KOLIEB, Jonathan. *When to punish, When to persuade and When to reward: strengthening responsive regulation with the regulatory Diamond*. Monash University Law Review Vol. 41. 2015, pp. 136-172, p. 137. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2698498. Acesso em: 30 de maio de 2023.

[687] *Ibid*. Tradução livre.

comportamentais aspiracionais cada vez mais altas — ingressando na parte superior do losango, que representa a "regulação aspiracional".[688]

A diferença entre a dinâmica do diamante e a dinâmica das pirâmides de Jonh Braithwaite reside no fato de que a parte inferior do diamante, à semelhança da pirâmide de conformidade normativa, corresponde a modelos que se concentram na conformidade às normas (*compliance-centred models),* enquanto a pirâmide aspiracional, representada na parte superior do diamante, modelos abertos, incentivando a atuação criativa e para além das normas.

À semelhança do modelo de pirâmide de Braithwaite, a subida e descida da pirâmide aspiracional também é calcada em técnicas de persuasão e dissuasão. No diamante regulatório, essas estratégias são ampliadas para englobarem, para além de metas mínimas de comportamento, metas idealizadas com mecanismos regulatórios.

As amplas seções intermediárias do losango representam mecanismos baseados em educação e diálogo, sendo exatamente nesta região que se concentram a maior parte das interações regulatórias. À medida que nos afastamos da linha média e central do losango, cada camada sucessiva para baixo (se descendo a partir do centro até a ponta inferior do losango) aponta, progressivamente, para uma situação mais onerosa e punitiva para o regulado, enquanto que cada camada sucessiva para cima (se subido até o topo da piramide superior) aponta, progressivamente, uma situação favorável ou recompensa maior ao regulado.

Os dois vértices do diamante contêm os casos mais extremos, são os mecanismos regulatórios menos usados e reservados para os poucos selecionados que, ou se desviaram muito dos padrões normativos de comportamento e ignoraram ou resistem às ações regulatórias, ou ultrapassaram, em muito, os padrões normativos relevantes e desempenham um comportamento exemplar.[689]

A proposta marcante do diamante regulatório está em separar as metas regulatórias positivadas em normas de conduta (posicionadas no centro do diamante), das metas ideais ou desejáveis da regulação (posicionadas na pirâmide superior do losango). Entende-se que adesão às normas não significa, por si só, a solução de todas as aspirações sociais e esse destaque, entre os objetivos normativos expressos e os objetivos regulatórios ideais, possibilita uma nova forma de se compreender a função do direito na regulação. Os padrões legais tornam-se a pedra de toque a partir da qual os dois lados do

[688] *Ibid.*
[689] *Ibid.*

diamante emanam. A norma legal é relevante para definição de padrões mínimos, mas ao mesmo tempo, insuficiente para a projeção de padrões ideais.

> O diamante regulatório permite ver clara e simultaneamente o papel da lei e suas limitações dentro do projeto regulatório. Ao contrário da pirâmide regulatória original, a estrutura regulatória em diamante coloca explicitamente a lei no centro do quadro regulamentar. No losango regulatório, a linha média representa o conjunto de requisitos mínimos e obrigatórios padrões de comportamento esperados das entidades reguladas. Para os mais esperados regimes regulatórios, estes assumem a forma de padrões explicitamente legais que são codificado, por exemplo, em legislação ou regulamento subsidiário, e pode ser aplicado por meios legais (ou seja, por meio de mecanismos regulatórios que estão no ou perto do ponta inferior do diamante).- tradução livre[690]

A contribuição do diamante regulatório está em unir os pólos aspiracionais e de conformidade a partir da linha central, onde se encontram as normas, revelando que o cumprimento das normas não esgota a função e relação regulatória. Para Kolieb, com frequência, a imposição de padrões mínimos de comportamento não atinge os objetivos finais e os interesses do regulador.

> A lei delineia a composição dos padrões comportamentais mínimos e também é, como na pirâmide regulatória original, um poderoso regulamento de conformidade instrumento que domina a ponta inferior do diamante. No entanto, a adesão à lei muitas vezes não é o objetivo regulatório final ou ideal. Em vez disso, a lei é um instrumento poderoso e freqüentemente usado para regular o comportamento, no sentido de dissuadir e reduzir as instâncias de comportamento considerado prejudicial à sociedade.[691] – tradução livre.

Uma das consequências da teoria da "regulação responsiva aspiracional" está em revelar a possibilidade de melhorias nas normas padrão de regulação, a partir da modelagem aspiracional, caso em que uma agência reguladora acaba incorporando a regulação aspiracional em seu regime, ao lado das técnicas tradicionais de regulamentação de conformidade.[692]

Outra consequência positiva resultante da inclusão da regulação aspiracional no modelo regulatorio é que ela impõe a necessidade de que o regulador apresente, com clareza, as metas abrangentes do regime regulatório. A aplicação do diamante demonstra que a mera satisfação das prescrições das normas legais não é (quase sempre) um ponto final da relação regulatória. Os objetivos regulatórios dependem não apenas da leitura da lei e seus requisitos comportamentais, mas da compreensão da sociedade e da ética corporativa e social, e do que constituem as ideias de "bem social" no contexto regulatório.[693]

---

[690] *Ibid.*
[691] *Ibid.*
[692] *Ibid.*
[693] *Ibid.*

Outra consequência é o de diferenciar o comportamento virtuoso de conformidade do comportamento virtuoso ideal. Kolieb afirma, inclusive, que o cumprimento das normas, na base da pirâmide, não revela um comportamento virtuoso por parte do regulado, nada mais é do que uma mistura entre virtude e racionalidade. É na parte superior do diamante regulatório orientada por uma regulação aspiracional que reside, de fato, o comportamento virtuoso capaz de gerar um mercado para a virtude.[694]

Kolieb ressalta que são comuns, no âmbito da regulação de negócios transnacionais, instâncias específicas de regulação aspiracional, nas quais o direito internacional não é tradicionalmente considerado diretamente aplicável às corporações e onde as normas de comportamento nacionais muitas vezes podem e são contornadas. Nestes casos, devido à falta de cumprimento coercitivo das normas e mecanismos de regulação, Estado, indústria e sociedade civil, tentam desenvolver meios mais criativos de encorajar as empresas a aderir a padrões comportamentais derivados da lei, mesmo que não diretamente e formalmente aplicáveis a eles, visando superar, as vezes, padrões mínimos locais insuficientes sob a perspectiva internacional.

Exemplo de regulação aspiracional na arena da regulação de negócios transnacionais, citados por Kolieb, incluem rotulagem de comércio de roupas, café e outros produtos. Destaca que, embora sejam estas iniciativas promovidas por organizações não governamentais ('ONGs'), muitas vezes logram cooptar o setor privado e buscam alavancar os padrões de compra do consumidor, assim como objetivos de melhoria de salários, de melhoria de tratamento aos agricultores e trabalhadores em países em desenvolvimento que produzem bens consumidos destinados aos países mais ricos.

4.6. Considerações sobre a autorregulação (ou *self-regulation*) e autorregulação forçada (ou *enforced self-regulation*)

A pirâmide de estratégias regulatórias abrange técnicas de autorregulação voluntária, autorregulação forçada, sanções discricionárias e sanções vinculadas (ou comando e controle), reservando espaço adequado às respectivas técnicas.

Nesta pirâmide, a autorregulação voluntária encontra-se topologicamente na base porque a probabilidade de atingimento dos escopos da política regulatória é maior se estabelecida uma dinâmica capaz de atribuir aos agentes maior discricionariedade e responsabilidade no desenvolvimento de suas estratégias. No ponto intermediário, é idealizada a autorregulação forçada (*enforcerd self-regulation*), na qual os agentes são

[694] *Ibid.*

compelidos a normatizarem um plano de atuação de acordo com as peculiaridades da sua atividade, mediante ratificação pelo regulador. No topo da pirâmide, situam-se as estratégias de sanção estatal, coexistindo regimes punitivos baseados em discricionariedade (*command regulation with discrecionary punishment*) e regimes não discricionários (*command regulation with non discricionary punishment*).

A aplicação da autorregulação voluntária é de extrema importância no sistema regulatório responsivo. A autorregulação pode se mostrar potencialmente mais efetiva, do que a regulação estatal. As normas de autorregulação voluntária não são ratificadas previamente pelo Estado e, logo, não são suscetíveis de gerar punição via processo estatal administrativo ou judicial.

A autorregulação apresenta a vantagem de permitir a elaboração detalhada de regras específicas que o Estado nunca conseguirá cobrir adequadamente, de abranger as nuances de inadequação gerencial que estão por trás do mau planejamento, má comunicação interna e baixa responsabilidade. Assim, considerando que o Estado não conseguirá prever normas que cubram as sutilezas cruciais de gerenciamento de segurança, por exemplo, poderá proporcionar um ambiente regulatório para que os regulados sejam incentivados a construir regras internas que incrementem, por exemplo, as regras de boa segurança e boa gestão, em contrapartida de algum ganho ou mesmo de alguma perda decorrente, por exemplo, a um desleixo na abordagem à segurança.

Nos debates sobre autorregulação, frequentemente se argumenta que os regulados são capazes de produzir normas de boa qualidade e, de muitas maneiras, são capazes de aplicar medidas mais potentes do que o próprio regulador. Todavia, Jonh Braithwaite ressalva que, capacidade não implica em disponibilidade para fazê-lo.

Segundo o autor, há setores em que os custos financeiros de produção e manutenção de unidade de *compliance* são enormes, seria ingênuo esperar o voluntarismo de autorregulação por parte dos regulados. Por vezes, a depender do setor regulado, não haverá a possibilidade de se exigir dos regulados a formação e manutenção de uma estrutura cara de compliance, por ser incompativel com a capacidade financeira dos regulados e invializar-lhes o negócio. Haverá, todavia, setores cujos regulados detem maior capacidade financeira, mas o Estado deverá impor a formação e manutenção da estrutura via edição de norma.

A obrigatoriedade em se produzir e manter uma autorregulação apresenta-se como alternativa para implementação, produção e monitoramento de normas internas, sem descartar todas as vantagens da autorregulação.[695]

A autorregulação forçada (ou *enforced self-regulation)* constitui um meio termo entre a estratégia de autorregulação propriamente dita e a regulação estatal, compreendendo a obrigatoriedade de elaboração de normas, que dispõem de sanções estatais vinculadas. Na autorregulação forçada, o regulado é obrigado a produzir um conjunto de normas internas que regulem uma determinada área de preocupação do regulador, a partir de diretrizes gerais do regulador, submetendo-as, posteriormente, à ratificação estatal, com a possibilidade de que sejam reenviadas ao regulado para aprimoramentos, cujo descumprimento é atrelado a uma sanção estatal.

A diferença da autorregulação forçada e das normas sancionadoras estatais está em que, embora forçado a produzir regras dentro de determinados padrões, é o próprio regulado quem constrói e produz o teor e as minucias dessas regras, pensadas e voltadas para a sua realidade singular, a partir das diretrizes gerais do regulado, passando a ser regido por um regime jurídico específico.

No caso da autorregulação forçada, o Estado não impõe de fora para dentro normas idealizadas de aplicação universal e desconectadas das reais condições de processos internos, implementação própria e motivações de cada ator regulado. As regras de autorregulação forçada possuem maior legitimidade e identidade com o regulado à semelhança de uma autorregulação, e, por outro lado, podem ser executadas pelo Estado, à semelhança das normas estatais de caráter universal e vinculativas, típicas da matriz de comando e controle.

A autorregulação forçada, ou mesmo a autorregulação voluntária, são formas regulatórias próprias às áreas de regulação complexa, multifacetada e sujeita a constantes transformações tecnológicas.[696]

A autorregulação forçada constitui instrumento de regulação valioso para regular particularidades de regulados, em especial, provenientes de setores com caráter dinâmico. Todavia, ela deve coexistir com as normas estatais que preveem a aplicação direta de sanções como método de lhe assegurar a conformidade. A autorregulação

---

[695] BRAITHWAITE, Jonh. *To Punish or Persuade: Enforcement of Coal Mine Safety*. Albany: State University of New York Press, 1985, p. 125. Disponível em: http://johnbraithwaite.com/wp-content/uploads/2016/06/To-Punish-or-Persuade-Enforce.pdf. Acesso em: 31 de maio de 2023.
[696] *Ibid*.

forçada, para ser efetiva, recorre à sanção estatal, ainda que indiretamente, para reforçar a atuação dos constrangimentos internos.

A vantagem da autorregulação forçada é que ela permite a aplicação punitiva, a partir de normas confeccionadas pelo próprio regulado, que não impeçam o seu crescimento econômico, eficiência e evitam criar burocracia desnecessária, o que é comum na incidência de normas gerais, universais e externas.[697]

Após ratificação das normas internas, que, podem ser veiculadas em manuais de governança, *compliance*, gerenciamento de riscos, a depender do setor regulado, as eventuais violações são punidas com atuação direta do regulador.

Segundo Jonh Braithwaite, "*as regras escritas pelo autor privado e ratificadas pelo Estado gozariam de força de lei; aqueles que as violam poderiam ser punidos da mesma forma como são punidos aqueles que violam as leis escritas diretamente pelo governo.*"[698]

Além de constituir normas escritas privadas e ratificadas pelo Estado, outro elemento próprio à autorregulação forçada reside no fato de se exigir do regulado a internalização dos custos, via criação de uma unidade interna responsável pela fiscalização e cumprimento da sua observância, devendo também monitorar constantemente a observância das normas e adotar ações disciplinares contra os respectivos infratores.

A estratégia da autorregulação forçada exige que o regulador: a) determine que as regras do regulado satisfaçam todas diretrizes estabelecidas pela política governamental subjacente; b) apresente um órgão de monitoramento e fiscalização, com atuação independente perante a estrutura hierárquica societária; c) audite o desempenho dessa unidade de conformidade; d) efetue inspeções locais para avaliar se a unidade de conformidade está, de fato, cumprindo seu trabalho; e e) instaure processos administrativos contra os regulados que subvertam a atuação da unidade de compliance, como, por exemplo, quando não se conceda aos *compliance officers* autonomia e independência necessárias para o exercício de suas atividades.[699]

No caso de descumprimento de norma interna por algum colaborador do regulado, e, caso a unidade de monitoramento não consiga, a partir de seus instrumentos

---

[697] *Ibid.*
[698] *Ibid.*
[699] *Ibid.*

disciplinares específicos e limitados, reverter a situação de desconformidade, deverá proceder imediatamente a comunicação compulsória do fato ao regulador estatal.

As sanções impostas a partir de uma estratégia de comandos normativos implica, paralelamente, no reforço às forças internas de *compliance* da empresa, uma vez que a punição, na teoria da regulação responsiva, pode ser imposta diretamente, frente ao descumprimento de norma estatal, e indiretamente, por meio de comunicação ao Estado de descumprimento de norma de compliance, servindo, neste caso, como instrumento de força e de incentivo ao *compliance* empresarial.[700] Uma característica importante da regulação responsiva reside no fato de que a autorregulação depende do reforço da regulação extrínseca, de comando e sanção, para funcionar adequadamente. [701]

A regulação, autorregulação, técnicas de aplicação de sanção discricionária e técnicas de aplicação de sanção vinculadas compõem estratégias interligadas, essenciais e inseparáveis na perspectiva da regulação responsiva. Justifica-se o uso de estratégia de comando-sanção (pela qual o Estado impõe regras detalhadas e pune aqueles que delas se desviam), ao invés do uso da autorregulação forçada, nos casos em que o regulador identificar: a) que os interesses envolvidos são demasiadamente altos e caros ao Estado e à sociedade que não poderiam ser delegados à regulamentação voluntária, pois não geraria o nível de confiança necessária por parte da sociedade; b) que no determinado caso, uma regulação voluntária inadequada, geraria um risco de captura; c) que os custos decorrentes da autorregulação forçada excedem os benefícios, por se tratar de padrões ou requisitos que seriam melhor aplicáveis a todo um setor ou conjunto de regulados de maneira uniforme.[702]

---

[700] *Ibid.*

[701] *Ibid.*

[702] BRAITHWAITE, Jonh. *To Punish or Persuade: Enforcement of Coal Mine Safety*. Albany: State University of New York Press, 1985, p. 137. Disponível em: http://johnbraithwaite.com/wp-content/uploads/2016/06/To-Punish-or-Persuade-Enforce.pdf . Acesso em: 31 de maio de 2023.

5. A ATIVIDADE SANCIONADORA DA CVM À LUZ DA REGULAÇÃO RESPONSIVA.

5.1. Introdução.

Com a edição do Plano Diretor de Reforma do Aparelho do Estado Brasileiro (PDRAE)[703] e a criação, a partir da década de 1990[704] de onze agências federais de regulação ao longo de quase três décadas, acompanha-se o desenvolvimento da atividade regulatória nos diversos setores regulados com diferentes intensidade e características a depender das respectivas peculiaridades e da maturidade institucional de cada ente regulatório.

Originariamente, os entes de regulação federal, à exemplo da CVM, exercem a função regulatória essencialmente segundo comando e controle, sob uma perspectiva punitivista, orientados a controlar e fiscalizar todas as condutas e aplicar sanção em todos os casos de descumprimento da norma, via instauração de processo administrativo sancionador, prevalecendo vastamente a penalidade de multa.

A técnica de comando e controle, que centraliza na aplicação da sanção a expectativa de cumprimento da norma pelo regulado, calcada na lógica de punir *versus* não punir; sofre inúmeras críticas por não performar em termos de eficácia e eficiência quanto a: a) garantia da qualidade dos serviços regulados e b) realização do interesse público e da política pública setorial subjacente, e c) engajamento do regulado a um ambiente de cumprimento das normas regulatórias. O órgão de controle externo (TCU) denunciou o vultuoso número de multas aplicadas pelas autarquias de regulação federais e o baixíssimo percentual de arrecadação dessas multas, cuja média nacional não ultrapassa 3%, sinalizando que metodologia de direta e infalível aplicação da sanção ante o descumprimento da norma, mediante instauração de processo administrativo sancionador, não logrou cumprir as finalidades regulatórias.

---

[703] Plano Diretor de Reforma do Aparelho do Estado Brasileiro. Disponível em: http://www.biblioteca.presidencia.gov.br/publicacoes-oficiais/catalogo/fhc/plano-diretor-da-reforma-do-aparelho-do-estado-1995.pdf. Acesso em: 2 de junho de 2023.

[704] Assim consideradas no art. 2º da Lei 13.848/2019: Agência Nacional de Energia Elétrica (Aneel); Agência Nacional do Petróleo, Gás Natural e Biocombustíveis (ANP); Agência Nacional de Telecomunicações (Anatel); Agência Nacional de Vigilância Sanitária (Anvisa); Agência Nacional de Saúde Suplementar (ANS); Agência Nacional de Águas (ANA); Agência Nacional de Transportes Aquaviários (Antaq); Agência Nacional de Transportes Terrestres (ANTT); Agência Nacional do Cinema (Ancine); Agência Nacional de Aviação Civil (Anac); Agência Nacional de Mineração (ANM). Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2019/lei/l13848.htm. Acesso em: 2 de junho de 2023.

Gradualmente, tem se acompanhado uma mudança na abordagem regulatória das agências reguladoras federais, contemplando um caráter menos punitivista. Com o objetivo de criar mecanismos que estimulem o comportamento desejado do regulado, adotam-se técnicas de incentivos intrínsecos e utiliza-se a sanção como instrumento de gestão administrativa, afastando-se da sua acepção de consequência inexorável ao descumprimento da norma. Verifica-se a ampliação dos mecanismos de consensualidade, aumento da discricionariedade do administrador público e edição de legislação que propicie maior margem de regulamentação por parte do gestor público em matéria sancionadora (modulação do princípio da reserva legal). Em muitos casos, verifica-se a adoção explícita da regulação responsiva.[705]

Todavia, a adoção da regulação responsiva pelas agências reguladoras federais demanda análise de sua adequação ao ordenamento jurídico brasileiro.

A transição de um modelo regulatório tradicional e historicamente impregnado pela técnica de comando e controle para um modelo orientado à regulação responsiva exige que a Administração Pública modifique sua perspectiva regulatória, a começar pelo abandono à máxima controle-sanção e à dicotomia punir *versus* não punir. Faz-se necessário compreender como adaptar a sistemática regulatória responsiva, mais flexível e adaptativa, à um ordenamento jurídico de matriz legalista. Como compatibilizá-lo com os princípios da legalidade, impessoalidade e isonomia?

Merece destaque o fato de que a teoria da regulação responsiva pressupõe um arcabouço teórico e recomendações práticas que demandam do regulador a existência de estrutura regulatória que inclui governança interna capaz de abranger: estruturação de competências, processos, tomada de decisão e prestação de contas, sistema de identificação e gerenciamento de riscos do setor, consultas públicas, estrutura para comunicação eficiente e realização de AIR.

A partir da compreensão de que a teoria da regulação responsiva depende da identificação e compreensão da dinâmica das pirâmides no âmbito de um contexto específico setorial regulado, apresenta-se, a seguir, uma simulação sobre a construção das pirâmides relacionadas à regulação dos fundos de investimento, sob a incidência da

[705] Cf. Capítulo 3.6.4.

legislação sancionadora CVM vigente,[706] com o objetivo de visualizar e demonstrar como se representa a estrutura regulatória CVM vigente sob perspectiva regulatória responsiva.

5.2. Contexto:

A adoção de aspectos da técnica, lógica, paradigma e linguagem típica regulatória responsiva constitui uma realidade para a CVM e permeia diversas ordens de textos e raciocínio regulatório no âmbito do mercado de valores mobiliários.

Remissões às estratégias típicas de regulação responsiva estão presentes, por exemplo, no Voto 247/2017- BCB, proferido à luz da Lei n.º 13.506/2017[707], na redação de normativos da CVM[708] e em outras publicações no âmbito da regulação[709],

[706] Neste capítulo, serão utilizadas as Leis n.º 6.385/1976, 13.506/2017, Resolução CVM n.º 45/2022 e Circular Bacen n.º 3.857/2017 e Resolução CVM n.º 175/2022, para análise e intepretação da função sancionatória da CVM à luz da teoria da regulação responsiva.

[707] Cf. Voto 247/2017- BCB, proferido em 14 de novembro de 2017 à luz da edição da Lei n.º 13.506/2017, que dispõe sobre o processo administrativo sancionador na esfera de atuação do Banco Central do Brasil e da Comissão de Valores Mobiliários: "*A nova norma contribui para aumentar a segurança jurídica para as instituições, os seus administradores, demais administrados atingidos pela norma e para esta Autarquia e torna ordenamento brasileiro, relativo ao PAS, objeto da referida lei, mas aderente aos padrões internacionais, inclusive aos Princípios Fundamentais da Basiléia para uma supervisão bancária eficaz, por atribuir ao BCB instrumentos de supervisão para modular a conduta das instituições e dos administradores a padrões esperados, de modo mais tempestivo e efetivo. Além disso, fortalece o arcabouço legal de supervisão brasileiro... nos termos do compromisso do governo brasileiro assumido no âmbito do G-20."* BANCO CENTRAL DO BRASIL. Disponível em: https://normativos.bcb.gov.br/Votos/BCB/2017247/Voto_2472017_BCB.pdf. Acesso em 04/09/2023.

[708] O art. 3º, parágrafo único da Resolução n.º 45/2021 estabelece que, na apuração das infrações, a CVM deve priorizar aquelas de natureza grave, cuja cominação de penalidade proporcione maior efeito educativo e preventivo para os participantes do mercado; distanciando-se da matriz sancionatória de Comando e Controle no sentido de fiscalizar e punir todas as condutas contrárias à norma, considerando inclusive, a possibilidade de deixar de lavrar termo de acusação "em casos pouca relevância da conduta, a baixa expressividade da ameaça ou da lesão ao bem jurídico tutelado e a possibilidade de utilização de outros instrumentos ou medidas de supervisão que julgarem mais efetivos. (Art. 4º, inciso I, alínea "b"), afastando-se da lógica de Comando e Controle e assumindo o caráter instrumental da sanção no âmbito do Direito Administrativo Sancionador.

[709] O Relatório de Atividade Sancionadora CVM 2023, 1º trimestre, dispõe, como princípios da atividade regulatória, incluindo a atividade sancionadora: a garantia da integridade, estímulo a eficiência e promoção do desenvolvimento do mercado de valores mobiliários brasileiro, extraindo-se, portanto, uma perspectiva da regulação muito mais próxima àquela defendida pela teoria da regulação responsiva, na qual a atividade sancionatória apresenta-se como um dos instrumentos disponíveis ao regulador para consecução do seu objetivo de garantia da integridade, estímulo a eficiência e promoção do desenvolvimento do mercado de valores mobiliários brasileiro. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Relatório de Atividade Sancionadora CVM 2023 3º trimestre. Disponível em: https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/relatorios/relatorio-de-atividade-sancionadora/relatorio-de-atividade-sancionadora-cvm-2023-1o-trimestre-versao-resumida.pdf/view. Acesso em: 9/8/2023.

assim como na lógica de execução regulatória de gestores públicos[710], na análise da regulação CVM por doutrinadores[711] e na jurisprudência da Autarquia.[712]

Todavia, a utilização constante de conceitos isolados e pontuais próprios da regulação responsiva na elaboração da legislação, na sua interpretação, na construção do pensamento doutrinário, por vezes, na racionalidade de execução e julgamento no âmbito da regulação, é realizada de forma aleatória e desorganizada.

A racionalidade regulatória responsiva convive com uma racionalidade de viés repressivo e punitivista, muitas vezes incompatíveis, deformando ambas as técnicas e tornando incoerente a atuação do regulador, comprometendo sobremaneira sua atuação e dotando o setor de considerável insegurança jurídica. Este é o caso da CVM.

A partir da análise do material informativo sobre as atividades da Autarquia disponibilizado pela própria CVM, verifica-se que, de um lado, ela reconhece a falência da aplicação de comando e controle para regular um mercado complexo, dinâmico, tecnológico, intimamente imbricado com o mercado financeiro e com os outros mercados de valores mobiliários mundo afora.

Na redação da "Apresentação" do Plano Bienal de Supervisão Baseada em Risco (SBR) CVM 2023-2024, a Autarquia estabelece a adoção de outras técnicas de

---

[710] COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Plano Bienal SBR 2032-2024. "A atividade de aplicação e cumprimento das leis (*enforcement*) tem por objetivo inibir desvios de conduta e punir aqueles que violam dispositivos legais ou regulamentares.". No mesmo relatório, classifica-se a atividade de regulação estatal como poder de polícia. Disponível em: https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/relatorios/relatorio-de-atividade-sancionadora/relatorio-de-atividade-sancionadora-cvm-2022-3o-trimestre-versao-integral/view. Acesso em: 04/09/2023.

[711] Julia Damazio Franco, Frederico Calmon Nogueira da Gama e Vitor de Andrade de Szmaragd consideram o racional econômico que ampara a teoria da regulação responsiva, correspondente a análise dos altos custos da utilização do medidas punitivas em comparação com medidas de supervisão, que apresentam caráter mais preventivo e educativo, foi refletido no mandato legal conferido à CVM relacionada ao art. 9º, §4º da Lei n.º 6.385/1976, segundo o qual o regulador poderá deixar de instaurar o processo administrativo sancionador, na hipótese de restar ausente justa causa,, servindo-se de outros meios de supervisão que julgar mais efetivos. Segundo os autores, "*É perfeitamente possível que escolhas regulatórias pela supervisão, pelo monitoramento ou pela orientação, entre outros, sejam mais ou menos eficientes na função de tutelar os interesses dos regulados, diagnostico esse que deve ter sempre em vista o balanço dos benefícios e custos verificados em cada situação.".* FRANCO, Julia Damazio, GAMA, Frederico Calmon Nogueira da, SZMARAGD, Vitor de Andrade. Racionalização das atividades de *enforcement*: breves reflexões sobre os efeitos iniciais da nova redação do §4º do art. 9º da Lei n.º 6.385/1976, introduzido pelo Art. 35 da Lei n.º 13.506, nas atividades sancionadoras da CVM, p. 47.

[712] Mediante abstenção da aplicação da norma, por entender desproporcional, no caso em concreto, muito embora reconhecida a infração a norma, distanciam-se da sistemática de comando e controle. Vide Manifestação de Voto: "*Cumprida a exigência formal e ausente a relevância da questão para uma companhia apenas registrada nesta CVM, mas sem valores mobiliários em circulação, em meu entender não se justifica a atuação sancionadora da CVM neste processo no que concerne a acusação da Inepar Indústria por não ter constituído conselho de administração na Inepar Equipamentos.... Ademais, demandada pela CVM, a Inepar Equipamentos corrigiu de maneira célere a infração apontada, em assembleia geral extraordinária realizada em 10/12/2014."* COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/7351 – Manifestação de Voto - pg. 5 de 6. Voto do Diretor Carlos Alberto Rebello Sobrinho, j. 18/12/2018.

regulação de viés menos punitivista e indica a substituição das supervisões por demanda, de natureza reativa, pela supervisão de rotina, de natureza preventiva, manobra que justifica pela escassez de recursos.[713]

De outro lado, o Relatório de Atividade Sancionadora CVM 2023 3º trimestre refere-se apenas ao processo administrativo sancionador como instrumento de *enforcement* para apuração de práticas ilícitas, para aplicação das penalidades e para atribuição de responsabilidades no âmbito administrativo. [714]

No Relatório de Atividade Sancionadora do 4º Trimestre de 2022, a CVM classifica a atuação regulatória estatal, prevista no Art. 174 da Constituição Federal, como poder de polícia, em perspectiva típica de comando e controle, estabelecendo que a função de fiscalizar e regular coincide com o exercício do poder de polícia que, por sua vez, consiste em verificar se determinada atividade está sendo exercida em consonância com a legislação aplicável, sob pena de o Estado aplicar penalidades, desde que estas estejam

---

[713] Consta no texto: "*Contudo o trabalho de supervisão planejado para o biênio 2023-2024 sujeita-se a limitação de recursos disponibilizados à Autarquia. No presente, o fator limitador mais substancial é a carência de recursos humanos pela CVM: desde o ano de 2010 não se realizou nenhum concurso público para o ingresso de pessoal nos quadros da Autarquia e houve contínua perda de quadros de servidores, principalmente em função de aposentadorias. Esta deficiência foi em parte suprida com a recomposição da força de trabalho mediante a transferência de pessoal vindo de outras empresas públicas, mas ainda assim em quantidade insuficiente para repor as perdas de pessoal verificada nos últimos doze anos. Outro fator limitador é a necessidade de investimentos em tecnologia para automação da coleta, tratamento e análise de dados dos mercados regulados, o que permitiria aplicar melhor os recursos humanos ora disponíveis. No entanto, as reduções no orçamento da CVM e as liberações tardias das execuções orçamentárias interferem no processo de planejamento da aquisição dos meios tecnológicos. Uma das consequências da conjugação entre os fatores limitadores acima enunciados e o crescimento dos mercados supervisionados pela CVM é o fato de que as supervisões por demanda, de natureza reativa, têm paulatinamente substituído as supervisões de rotina, de natureza preventiva. A despeito dessas limitações, o Plano Bienal 2023-2024 mantém seu objetivo precípuo, que é tornar a supervisão baseada em riscos da Autarquia mais eficiente e eficaz, mediante aplicação racional dos recursos públicos disponíveis, para que os mercados de valores mobiliários continuem a apresentar um desenvolvimento progressivo, robusto e saudável no Brasil."* COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Plano bienal CVM SBR 2023-2024. Disponível em: https://www.gov.br/cvm/pt-br/acesso-a-informacao-cvm/acoes-e-programas/plano-de-supervisao-baseada-em-risco/2023-2024/Plano%20Bienal%20CVM%20SBR%202023-2024/view. Acesso em: 04/09/2023.

[714] Consta: "*Especialmente no que se refere ao processo administrativo sancionador, a Lei 6.385 estabelece em seu artigo 9º, incisos V e VI, que cabe à Autarquia apurar, mediante processo administrativo, atos ilegais e práticas não equitativas de administradores, membros do conselho fiscal e acionistas de companhias abertas, dos intermediários e dos demais participantes do mercado, assim como aplicar aos autores de tais infrações as penalidades previstas no artigo 11, sem prejuízo de eventual responsabilização civil ou penal.*". COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Plano Bienal SBR 2032-2024. Disponível em: https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/relatorios/relatorio-de-atividade-sancionadora/relatorio-de-atividade-sancionadora-cvm-2022-3o-trimestre-versao-integral/view. Acesso em: 04/09/2023.

também previstas em lei, mediante único instrumento de *enforcement* disponível que seria o processo administrativo sancionador.[715]

O entendimento que identifica a sanção como instrumento privilegiado de *enforcement* regulatório equivale àquele que encara a competência para fiscalizar o cumprimento das normas, bem como de aplicar as respectivas sanções administrativas, quando constatada a ocorrência de infrações, como resposta necessária e única medida juridicamente válida e aceita pelo ordenamento, não proporcionando, em tese, margem de discricionariedade para decidir, no caso concreto, sobre a necessidade, conveniência ou mesmo a necessidade de se instaurar o procedimento administrativo sancionador.

De modo diverso do que revela o Relatório de Atividade Sancionadora do 4º Trimestre de 2022, a interpretação do Artigo 174 da Constituição Federal não determina a identificação da regulação com o exercício do poder de polícia. Sob a racionalidade da regulação responsiva, a interpretação do Artigo 174 permite o exercício da regulação de forma a integrar a execução de políticas públicas setoriais com eficiência, transparência e eficácia, sendo a atividade sancionadora apenas um dos instrumentos possíveis e disponíveis ao regulador para lograr atingir os objetivos da regulação. Esta visão é consoante com aquela externalizada pela CVM na "Apresentação" do Plano Bienal de Supervisão Baseada em Risco (SBR) CVM 2023-2024.[716]

Não obstante a ausência de coerência das informações disponibilizadas no material institucional da CVM com relação à racionalidade regulatória, nota-se uma tendência da Autarquia na adoção da racionalidade responsiva em sua atuação. A CVM tem apresentado críticas ao modelo regulatório de viés punitivista, sob argumento de que esta técnica tem gerado a instauração indiscriminada e não criteriosa de processos

---

[715] Consta no Capítulo II "Embasamento legal da atividade sancionadora da CVM", do Relatório de Atividade Sancionadora, outubro a dezembro de 2022: "*O poder de polícia no âmbito do mercado de capitais é genericamente atribuído pelo artigo 174 da Constituição Federal de 1988 à União, sendo desempenhado nos termos da Lei 6.385, por meio de atuação descentralizada a cargo desta CVM... no que se refere ao processo administrativo sancionador, a Lei 6.385 estabelece em seu artigo 9º, incisos V e VI, que cabe à Autarquia apurar, mediante processo administrativo, atos ilegais e práticas não equitativas de administradores, membros do conselho fiscal e acionistas de companhias abertas, dos intermediários e dos demais participantes do mercado, assim como aplicar aos autores de tais infrações as penalidades previstas no artigo 11, sem prejuízo de eventual responsabilização civil ou penal.*" BRASIL. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Disponível em: https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/relatorios/relatorio-de-atividade-sancionadora/relatorio-de-atividade-sancionadora-cvm-2022-4o-trimestre-versao-integral-pdf.pdf/view. Acesso em: 13 de maio de 2024.

[716] O Plano Bienal CVM de Supervisão Baseada em Risco publicada em 2022 para o biênio de 2023 e 2024 adota a supervisões por demanda, de natureza reativa, em substituição a supervisões de rotina, de natureza preventiva. BRASIL. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Disponível em: https://www.gov.br/cvm/pt-br/acesso-a-informacao-cvm/acoes-e-programas/plano-de-supervisao-baseada-em-risco/2023-2024/Plano%20Bienal%20CVM%20SBR%202023-2024. Acesso em: 13 de maio de 2024.

administrativos pela Autarquia, provocando uma situação jurídica economicamente insustentável e contrária aos princípios do interesse público, da eficiência, proporcionalidade e razoabilidade dos atos praticados pela Administração Pública, além de produzir baixos efeitos na consecução dos objetivos regulatórios.

A realidade tem se imposto ao regulador CVM e ao legislador, que responderam, no campo sancionatório da regulação, mediante a edição de inúmeros normativos, em especial, a partir da edição da Lei n.º 13.506/2017 e da Resolução CVM n.º 45/2021.

Introduziram instrumentos para conceber discricionariedade à atuação do regulador prévios à instauração do processo sancionador ou como forma de suspendê-los ou mesmo extingui-los antecipadamente, tais como: a) fatores de relevância jurídica para fins de tipificação de infrações administrativas; b) fatores individualizantes para fins de tipificação de infrações administrativas e para fins celebração de acordos; c) instrumentos de diálogo e supervisão na tentativa de evitar a instauração do processo administrativo, como os "alertas de ofício" e "*stop order*"; d) ampliação das fases processuais, como forma de obter a elucidação cabal dos fatos, prévias à instauração do processo administrativo sancionador ou como forma de obter do regulado o retorno ao ambiente de conformidade durante a fase prévia, como o caso do termo de manifestação prévia do acusado; e) criação de "infrações de menor complexidade" e as "irregularidades de conduta sem relevância" para legitimar o auto de acusação; f) ampliação de mecanismos de consensualidade com finalidade de suspender ou obstar a instauração do processo administrativo sancionador.

Se, por um lado, a introdução de grande margem de discricionariedade ao regulador, somada à introdução de instrumentos de consensualidade, medidas de supervisão alternativas de resolução de conflitos, incentivo e aumento das possibilidades de diálogo entre regulador e regulado não caracterizem, por si só, a adoção de um modelo responsivo pela CVM, por outro lado, são medidas que acabam descaracterizando o modelo de regulação calcado em comando e controle, fato que nos conduz a um ambiente regulatório quase acéfalo, por ausência de uma matriz lógica e coerente de atuação regulatória, ensejando, como resultado, arbitrariedade por parte do regulador, desconfiança por parte do regulado e grande insegurança jurídica que compromete sobremaneira a consecução das finalidades da regulação setorial.

Ao que parece, percebeu-se, no mundo dos fatos, que um modelo que imponha ao regulado o dever de agir sempre da mesma forma: (i) independentemente das

intenções e condições individuais e específicas dos regulados (análise do perfil e do histórico do regulado), (ii) sem considerar os efeitos do ato praticado, as prioridades de fiscalização ou as estratégias regulatórias que reputa efetivas (análise consequencialista da aplicação da resposta estatal), (iii) desconsiderando os efeitos das respostas estatais em outros casos (análise do impacto da resposta estatal) e (iv) e que insista na aplicação da sanção mesmo quando, a partir de um juízo de prognose, restar evidente que o caminho da diligência e da sanção não levarão à concretização do interesse público (análise do interesse público); retira do regulador a sua capacidade de regular e inviabiliza, por consequência, o próprio exercício da regulação e, em última análise, a consecução do fim maior almejado em qualquer processo regulatório que é a proteção do bem jurídico tutelado, com a realização dos direitos fundamentais que visa resguardar.

Estamos diante de um caminho já parcialmente percorrido através, inclusive, de opção legislativa, e sem volta, mas que clama pela adoção de uma nova matriz lógica capaz de lhe conceder coerência, lógica e uma estrutura coesa e robusta, problema que, no presente caso, poderia ser resolvido, em primeiro, pela adoção consciente, expressa e formal da teoria da regulação responsiva.

A transição de modelo regulatório demanda uma alteração expressa, coerente e formal de estratégia por parte da Autarquia, exigindo que se defina, em primeiro, qual modelo teórico será seguido, de maneira uniforme, e, logo, requer que a Administração Pública e seus agentes revejam sua compreensão sobre regulação, estratégias regulatórias, mentalidade regulatória, processo regulatório e estrutura regulatória.

A partir da definição consciente, coerente e uniforme sobre o modelo regulatório a ser adotado, torna-se necessária também a organização do arcabouço legislativo-intepretativo capaz de compatibilizar a atuação do regulador sob nova matriz lógica com a legislação vigente e com a Constituição Federal, a fim de conferir congruência ao ordenamento jurídico e garantir segurança jurídica.

A regulação responsiva pressupõe uma infra-estrutura regulatória sem a qual não é possível a execução da dinâmica regulatória, compreendendo estruturação de governança interna do regulador (instrumentos de eficiência, legitimidade e *accountability*), estrutura para exercício de uma comunicação eficiente com o regulado, sistema de diagnóstico e controle de riscos, sistema de monitoramento e fiscalização dos regulados, organização de consultas públicas e de análise de impacto regulatório prévios à edição de normativos, entre ouras exigências.

5.3. Apresentação e dinâmica das pirâmides de regulação relativas à regulação dos fundos de investimento no Brasil.

São apresentadas as seguintes pirâmides: pirâmide de estratégias regulatórias (*Pyramid of Regulatory Strategies);* pirâmide de constrangimentos *(Enforcement Pyramid)*; e diamante regulatório (com duas pirâmides: aspiracional e de conformidade), especialmente desenhadas para a regulação dos fundos de investimentos brasileiro.

Todavia, cabe, em primeiro, um esclarecimento preliminar sobre exercício da competência da CVM e seus limites.

5.3.1. Considerações sobre o exercício da competência da CVM, consensualidade e limites:

A CVM constitui autarquia federal com regime especial destinada a regulação do mercado de valores mobiliários, integrante da estrutura da Administração Pública indireta e, portanto, não possui competência para condução de investigação criminal e/ou persecução criminal, razão pela qual, constatada a ocorrência de conduta que tipifique crime, deverá proceder imediatamente com a comunicação dos fatos às autoridades competentes como Ministério Público Federal e Polícia Federal.[717]

Cabe aos órgãos de persecução penal e Poder Judiciário conduzirem a investigação e persecução penal relativa aos crimes cometidos no âmbito do mercado de valores mobiliários.[718]

Pelas mesmas razões, a CVM também não possui competência para condução de pedidos de ressarcimento de valores por prejudicados no mercado de valores mobiliários. Cabem sanções de natureza cível para determinar a imposição de ressarcimento de prejuízos causados pelo regulado em virtude de condutas ilíticas ou abuso de direito com fundamento nos Artigos 186, 186 e 927 do Código Civil. Caso receba esta solicitação de ressaracimento de investidores, a CVM deverá fornecer informações sobre seus direitos (Art. 13, Lei n.º 6.385/1976) que devem ser reivindicados

[717] Na forma do art. 9º, inciso VI da Lei n.º 6.385/1976, a CVM deverá aplicar aos autores das infrações administrativas as penalidades previstas no Art. 11, sem prejuízo da responsabilidade civil ou penal.

[718] Quando restar caracterizado materialidade e indícios de autoria de crime, a CVM deverá comunicar os fatos ao Ministério Público, na forma do art. 13, da Resolução CVM n.º 45/2021. "*Art. 13. Compete à Superintendência Geral efetuar comunicações: I – ao Ministério Público, quando verificada a existência de indícios de crimes definidos em lei como de ação pública; e II – a outros órgãos e entidades, quando verificada a existência de indícios de ilícitos em área sujeita a respectiva fiscalização."*

pelos prejudicados perante o Poder Judiciário, mediante competente ação judicial reparatória de danos, na esfera cível.[719]

Contudo, com o desenvolvimento da consensualidade no ordenamento jurídico brasileiro, modificou-se o panorâma de atuação da CVM com relação ao tratamento e condução de soluções nos casos de ilícitos penais e civís.

No âmbito da consensualidade prevista na Resolução CVM n.º 45/2021 (Termo de Compromisso - arts. 80 à 91), o acordo deve envolver o plano de ressarcimento de danos aos prejudicados, na forma do Art. 82. Os requisitos legais essenciais à suspensão do processo administrativo previstos no §5º do Artigo 11 da Lei n.º 6.385/76 e do Art. 82, II da Resolução CVM 45/2021 condicionam a atuação da Comissão de Valores Mobiliários a pressupostos específicos, como a apresentação do plano de ressarcimento de prejuízos apresentado pelo colaborador/acusado. Para que possa ser determinada a suspensão de procedimento administrativo em curso, o acusado deve propor a celebração do termo obrigando-se a satisfazer, no mínimo, as exigências listadas no referido dispositivo legal: a interrupção da conduta "considerada ilícita" pela CVM e a correção de "irregularidades apontadas", com ressarcimento de prejuízos.[720]

---

[719] O art. 85 da Lei n.º 6.385/1976 prevê a possibilidade de o termo de compromisso celebrado entre o regulado e a CVM abarcar o pagamento de reparação de danos aos investidores prejudicados. No entanto, na forma do art. 89, §2º, "*O pagamento de importâncias devidas a investidores, a título de indenização de prejuízos, se for o caso, deve ser feito diretamente pelo acusado ou investigado, sem intermediação.*" Confira: *"Art. 85. Na hipótese de serem detectados danos a investidores e a fim de instruir a análise da proposta, a CVM pode, a seu critério, notificá-los para que forneçam informações quanto a extensão dos prejuízos que tiverem suportado e ao valor da reparação. § 1º A participação do investidor lesado não lhe confere a condição de parte no processo administrativo. § 2º Havendo investidores prejudicados em número indeterminado e de identidade desconhecida, a CVM pode, em comum acordo com o proponente e às suas expensas, fazer publicar editais convocando tais investidores para o fim de sua identificação e quantificação dos valores individuais a lhes serem pagos a título de indenização."*

[720] Para exemplificar a inafastabilidade da exigência (dita essencial), cita-se a rejeição de acordo proposto no contexto do Processo Administrativo Sancionador 17/2006, apreciado pela Diretoria Colegiada na reunião de 12 de junho de 2012: "*O Colegiado, acompanhando o entendimento exarado no parecer do Comitê de Termo de Compromisso, deliberou a rejeição das propostas...*". No parecer de 5 de abril de 2012, citado na decisão. do Colegiado, consta que: "*Em linha com a manifestação da PFE/CVM, o Comitê conclui pela existência de óbice legal à aceitação das propostas apresentadas, por não atendimento ao requisito inserto no inciso II, §5º, art. 11, da Lei nº 6.385/76. Nesse tocante, duas considerações são dignas de registro: a) os prejuízos apontados no relatório da comissão de inquérito remontam a valores superiores a R$ 700 milhões de reais; b) a obrigação de indenizar, de acordo com a PFE/CVM, alcança o auditor independente e seu diretor, posto que a atuação destes teria sido determinante para a concretização das irregularidades praticadas pelos demais acusados*". Já a manifestação da Procuradoria Federal Especializada, consignada no MEMO Nº 07/2012/GJU-4/PFE-CVM/PGF/AGU, é explícita ao anotar que *"[...] b) segundo o Relatório da Comissão de Inquérito, os prejuízos causados pela controladora [Controladora] aos acionistas da [Companhia] alcançam o montante de R$ 704.791 mil, atualizados pela taxa SELIC até 31.12.08; c) assim, mostra-se necessário o oferecimento de propostas de indenização aos acionistas prejudicados capazes de indenizar integralmente os prejuízos, não sendo suficiente a mera proposta de ressarcir somente a CVM; d) a atuação dos auditores também foi determinante para a concretização das irregularidades praticadas pelos demais proponentes, não sendo possível excluí-los da responsabilidade de indenizar o dano suportado pelos acionistas; e) dessa forma, as propostas não devem*

Assim, no âmbito da consensualidade, o plano consubstanciado no termo de acordo deve obrigatoriamente contemplar a indenização dos prejudicados.

Na forma do Art. 85 da Resolução n.º 45/2021, no caso de danos a investidores, a CVM pode notificá-los para fornecimento de informações a fim de quantificar o dano, o que não confere aos prejudicados o *status* de parte no processo administrativo ou no acordo.[721]

A celebração de termo de compromisso não impede que terceiros pleiteiem indenização civil com fundamento exatamente nos mesmos fatos motivadores da apuração administrativa suspensa, considerando a independência das esferas civil e administrativa. Em tese, existindo indenização adequada prevista em acordo celebrado com a CVM, inexistirá motivação para o terceiro mobilizar-se perante o Poder Judiciário, visando reparação adicional, a menos que comprove um dano suplementar à indenização.

A reparação de prejuízos não está sujeita à aceitação do terceiro prejudicado. Aceita a proposta de ressarcimento pela CVM no termo de compromisso, o acordo substitutivo será considerado adimplido e eventual pedido de ressarcimento adicional ou complementar que terceiro entender adequado deverá ser perseguido diretamente pela via judicial.

Naturalmente, a participação dos prejudicados, conforme prevista no Artigo 85 da Resolução CVM n.º 45/2021, tende a minimizar discrepâncias entre o ressarcimento que seja aceitável, na avaliação da CVM, e aquele que os terceiros entendam legítimos, pois a CVM terá informações adicionais, às quais possivelmente não teria sem tal participação. Porém, a hipótese de insuficiência da reparação pactuada entre a Comissão de Valores Mobiliários e o compromitente é uma realidade, em especial, nos casos em que não há participação dos lesados externos no âmbito do acordo.

---

prosperar, uma vez que não foi cumprido o requisito previsto no inciso II do art. 11, § 5º, da Lei 6.385/76, referente à indenização dos principais prejudicados."

[721] BRASIL. CVM. Resolução n.º 45 de 31 de agosto de 2021. Dispõe sobre o rito dos procedimentos relativos a atuação sancionadora no âmbito da Comissão de Valores Mobiliários Art. 85. Na hipótese de serem detectados danos a investidores e a fim de instruir a análise da proposta, a CVM pode, a seu critério, notificá-los para que forneçam informações quanto a extensão dos prejuízos que tiverem suportado e ao valor da reparação. § 1º A participação do investidor lesado não lhe confere a condição de parte no processo administrativo. § 2º Havendo investidores prejudicados em número indeterminado e de identidade desconhecida, a CVM pode, em comum acordo com o proponente e às suas expensas, fazer publicar editais convocando tais investidores para o fim de sua identificação e quantificação dos valores individuais a lhes serem pagos a título de indenização. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol045.html. Acesso em: 9 de jan de 2024.

A rápida e consistente reparação de prejuízos resultante de condutas ilícitas tem o poder não só de encerrar a apuração administrativa, como de evitar novas medidas de indenização civil, que poderiam ser propostas por terceiros prejudicados.

A imposição do dever de indenização em benefício de terceiros prejudicados como requisito essencial à celebração de termos de compromisso promove, com eficiência, os objetivos de interesse público relacionados a correção de distorções ou assimetrias geradas por ação ou omissão ilícita do regulado. Nas palavras do ex-Diretor da CVM, Dr. Eli Loria: "*A visão primeira é a indenização. Existe um prejudicado? Então, há que haver indenização, para que se possa firmar o termo de compromisso*."[722]

O termo de compromisso, em decorrência da exigência legal de indenização dos prejuízos causados, coloca-se como alternativa para possibilitar aos prejudicados obtenção de ressarcimento direto[723] independentemente de acionamento do Poder Judiciário.[724]

Deve-se, por fim, destacar a prioridade dada à reparação dos investidores e demais lesados pelo ilícito pela Lei n.º 6.385/76 ao fixar a subordinação do crédito decorrente da multa aplicada, diante de outros créditos de natureza indenizatória (Art. 11, §14 e §15).

Na seara criminal, importa destacar a edição da Lei n.º 13.964/2019 conhecida como "Pacote Anticrime" que *"Aperfeiçoa a legislação penal e processual penal*" e resultou na introdução do Art. 28-A no Código de Processo Penal[725], para

---

[722] Declaração registrada nos Cadernos Direito GV, Seminário 38, v. 7, n. 6, nov. 2010, p. 36.

[723] Ressalvada a atuação do Ministério Público (inclusive pela ação pública de responsabilidade por danos causados aos investidores no mercado de valores mobiliários, disciplinada pela Lei n. 7.913, de 7 de dezembro de 1989) ou de outras entidades, agindo em nome de uma coletividade de terceiros prejudicados. Sobre a tutela coletiva no mercado de valores mobiliário.

[724] Segundo Moraes: *"[...] o implemento do instituto do "consent decree" resulta na viabilidade de obter, para os prejudicados por ação ilícita de acionistas e participantes do mercado, as providências e indenizações que seriam exigíveis através de procedimentos judiciais singulares ou coletivos específicos*". MORAES, L. R. de. Considerações sobre o consent decree e sua aplicação no âmbito da disciplina do mercado de valores mobiliários. Revista de Direito Bancário e Mercado de Capitais, São Paulo, v. 4, 1999, p. 99-113.

[725] BRASIL. DECRETO-LEI N.º 3.689 de 3 de outubro de 1941. Código de Processo Penal. Art. 28-A. Não sendo caso de arquivamento e tendo o investigado confessado formal e circunstancialmente a prática de infração penal sem violência ou grave ameaça e com pena mínima inferior a 4 (quatro) anos, o Ministério Público poderá propor acordo de não persecução penal, desde que necessário e suficiente para reprovação e prevenção do crime, mediante as seguintes condições ajustadas cumulativa e alternativamente: (Incluído pela Lei nº 13.964, de 2019) (Vigência) I - reparar o dano ou restituir a coisa à vítima, exceto na impossibilidade de fazê-lo; (Incluído pela Lei nº 13.964, de 2019) (Vigência) II - renunciar voluntariamente a bens e direitos indicados pelo Ministério Público como instrumentos, produto ou proveito do crime; (Incluído pela Lei nº 13.964, de 2019) (Vigência) III - prestar serviço à comunidade ou a entidades públicas por período correspondente à pena mínima cominada ao delito diminuída de um a dois

possibilitar a realização de acordo de não persecução penal (ANPP), proposto pelo Ministério Público, desde que necessário e suficiente para reprovação e prevenção do crime, mediante as condições ajustadas dispostas nos incisos do *caput* do Art. 28-A, dentre os quais: (i) reparar o dano ou restituir a coisa à vítima, exceto na impossibilidade de fazê-lo; (ii) renunciar voluntariamente a bens e direitos indicados pelo Ministério

---

terços, em local a ser indicado pelo juízo da execução, na forma do art. 46 do Decreto-Lei nº 2.848, de 7 de dezembro de 1940 (Código Penal); (Incluído pela Lei nº 13.964, de 2019) (Vigência) IV - pagar prestação pecuniária, a ser estipulada nos termos do art. 45 do Decreto-Lei nº 2.848, de 7 de dezembro de 1940 (Código Penal), a entidade pública ou de interesse social, a ser indicada pelo juízo da execução, que tenha, preferencialmente, como função proteger bens jurídicos iguais ou semelhantes aos aparentemente lesados pelo delito; ou (Incluído pela Lei nº 13.964, de 2019) (Vigência) V - cumprir, por prazo determinado, outra condição indicada pelo Ministério Público, desde que proporcional e compatível com a infração penal imputada. (Incluído pela Lei nº 13.964, de 2019) (Vigência) § 1º Para aferição da pena mínima cominada ao delito a que se refere o **caput** deste artigo, serão consideradas as causas de aumento e diminuição aplicáveis ao caso concreto. (Incluído pela Lei nº 13.964, de 2019) (Vigência) § 2º O disposto no **caput** deste artigo não se aplica nas seguintes hipóteses: (Incluído pela Lei nº 13.964, de 2019) (Vigência) I - se for cabível transação penal de competência dos Juizados Especiais Criminais, nos termos da lei; (Incluído pela Lei nº 13.964, de 2019) (Vigência) II - se o investigado for reincidente ou se houver elementos probatórios que indiquem conduta criminal habitual, reiterada ou profissional, exceto se insignificantes as infrações penais pretéritas; (Incluído pela Lei nº 13.964, de 2019) (Vigência) III - ter sido o agente beneficiado nos 5 (cinco) anos anteriores ao cometimento da infração, em acordo de não persecução penal, transação penal ou suspensão condicional do processo; e (Incluído pela Lei nº 13.964, de 2019) (Vigência) IV - nos crimes praticados no âmbito de violência doméstica ou familiar, ou praticados contra a mulher por razões da condição de sexo feminino, em favor do agressor. (Incluído pela Lei nº 13.964, de 2019) (Vigência) § 3º O acordo de não persecução penal será formalizado por escrito e será firmado pelo membro do Ministério Público, pelo investigado e por seu defensor. (Incluído pela Lei nº 13.964, de 2019) (Vigência) § 4º Para a homologação do acordo de não persecução penal, será realizada audiência na qual o juiz deverá verificar a sua voluntariedade, por meio da oitiva do investigado na presença do seu defensor, e sua legalidade. (Incluído pela Lei nº 13.964, de 2019) (Vigência) § 5º Se o juiz considerar inadequadas, insuficientes ou abusivas as condições dispostas no acordo de não persecução penal, devolverá os autos ao Ministério Público para que seja reformulada a proposta de acordo, com concordância do investigado e seu defensor. (Incluído pela Lei nº 13.964, de 2019) (Vigência) § 6º Homologado judicialmente o acordo de não persecução penal, o juiz devolverá os autos ao Ministério Público para que inicie sua execução perante o juízo de execução penal. (Incluído pela Lei nº 13.964, de 2019) (Vigência) § 7º O juiz poderá recusar homologação à proposta que não atender aos requisitos legais ou quando não for realizada a adequação a que se refere o § 5º deste artigo. (Incluído pela Lei nº 13.964, de 2019) (Vigência) § 8º Recusada a homologação, o juiz devolverá os autos ao Ministério Público para a análise da necessidade de complementação das investigações ou o oferecimento da denúncia. (Incluído pela Lei nº 13.964, de 2019) (Vigência) § 9º A vítima será intimada da homologação do acordo de não persecução penal e de seu descumprimento. (Incluído pela Lei nº 13.964, de 2019) (Vigência) § 10. Descumpridas quaisquer das condições estipuladas no acordo de não persecução penal, o Ministério Público deverá comunicar ao juízo, para fins de sua rescisão e posterior oferecimento de denúncia. (Incluído pela Lei nº 13.964, de 2019) (Vigência) § 11. O descumprimento do acordo de não persecução penal pelo investigado também poderá ser utilizado pelo Ministério Público como justificativa para o eventual não oferecimento de suspensão condicional do processo. (Incluído pela Lei nº 13.964, de 2019) (Vigência) § 12. A celebração e o cumprimento do acordo de não persecução penal não constarão de certidão de antecedentes criminais, exceto para os fins previstos no inciso III do § 2º deste artigo. (Incluído pela Lei nº 13.964, de 2019) (Vigência) § 13. Cumprido integralmente o acordo de não persecução penal, o juízo competente decretará a extinção de punibilidade. (Incluído pela Lei nº 13.964, de 2019) (Vigência) § 14. No caso de recusa, por parte do Ministério Público, em propor o acordo de não persecução penal, o investigado poderá requerer a remessa dos autos a órgão superior, na forma do art. 28 deste Código. (Incluído pela Lei nº 13.964, de 2019) (Vigência).

Público como instrumentos, produto ou proveito do crime; (iii) prestar serviço à comunidade ou a entidades públicas por período correspondente à pena mínima cominada ao delito diminuída de um a dois terços; (iv) pagar prestação pecuniária, a ser estipulada nos termos do art. 45 do Código Penal, a entidade pública ou de interesse social, a ser indicada pelo juízo da execução, que tenha, preferencialmente, como função proteger bens jurídicos iguais ou semelhantes aos aparentemente lesados pelo delito; ou (v) cumprir, por prazo determinado, outra condição indicada pelo Ministério Público, desde que proporcional e compatível com a infração penal imputada.

Na forma do § 3º do Art. 28-A, o acordo de não persecução penal será formalizado por escrito e será firmado pelo membro do Ministério Público, pelo investigado e por seu defensor. Após audiência, e desde que o juiz verifique a voluntariedade do infrator por meio da oitiva do investigado na presença do seu defensor, bem assim sua legalidade (§4º); o acordo será homologado. Todavia, após avaliar as condições do acordo de não persecução penal, o juiz poderá devolvê-lo ao Ministério Público para que seja reformulada a proposta de acordo, com concordância do investigado e seu defensor, caso considerar inadequadas, insuficientes ou abusivas as condições (§5º); ou poderá recusar a homologação do acordo caso não atender aos requisitos legais ou quando não for realizada a adequação a que se refere o § 5º (§7º), hipótese em que o Ministério Público deverá seguir com a análise da necessidade de complementação das investigações ou o oferecimento da denúncia (§8º). Se homolgado judicialmente o acordo de não persecução penal, o juiz devolverá os autos ao Ministério Público para que inicie sua execução perante o juízo de execução penal (§6º).

No final de 2023, pela primeira vez, o Ministério Público Federal (MPF) e a Comissão de Valores Mobiliários firmaram Termo de Compromisso e Acordo de Não Persecução Penal (ANPP) no processo administrativo sancionador PA CVM 19957.007321/2022-88, instaurado pela Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários (SMI) para apurar crime de manipulação de preços no mercado de valores mobiliários, em operações com cotas do Fundo de Investimento Imobiliário *Personale* I (PRSN11B), no período entre 18/11/2019 e 29/11/2019 (infração ao Art. 3º da Resolução CVM 62).[726]

[726] Segundo o Parecer do Comitê de Termo de Compromisso: "*...os irmãos JOESLEY BATISTA e WESLEY BATISTA, respectivamente, Presidente do CA e Diretor Presidente da JBS, e mais cinco pessoas, todas vinculadas Parecer do CTC 536 (1844449) SEI 19957.001225/2018-40 / pg. 2 à Companhia, haviam "comparecido ao gabinete do Ministro do Supremo Tribunal Federal (...) para concretização de delação premiada que haviam feito junto à Procuradoria-Geral da República", no âmbito da operação denominada*

Como resultado, foram firmados acordos com os acusados, que se comprometeram a pagar multas em benefício da CVM, correspondentes aos ganhos obtidos de forma irregular, além de confessaram os crimes praticados para fins, exclusivamente, de encerramento do procedimento penal existente, além de se comprometerem a apresentar, ao final do prazo de um ano, relatório com informações sobre as respectivas atuações no mercado de valores mobiliários.

Para o procurador da República Dr. Márcio Schusterschitz Araújo, responsável pela condução dos acordos, o Artigo 28-A do Código de Processo Penal permite e estimula a busca de uma solução negociada em conjunto com a CVM, que também dispõe do termo de compromisso para aplicação de punição administrativa "*A despeito da diversidade de via sancionadora, o modelo penal e o administrativo existem e se compreendem conforme sua aptidão para tutela do mercado de capitais."*[727]

A edição do Art. 28-A do Código de Processo Penal e sua aplicação no mercado de valores mobiliários para impedir a persecução penal, mediante celebração de acordos, inicia uma nova fase na Autarquia em que a CVM participa das transações penais atreladas às infrações praticadas no mercado de valores mobiliários.

Assim, torna-se possível, em sede de consensualidade, que sejam tratadas as infrações de natureza administrativa, civil e criminal no âmbito da própria CVM, desde que respeitados, no primeiro caso, as exigências do Art. 85 da Resolução CVM n.º 45/2021 e, no segundo caso, as exigências do Art. 28-A do Código de Processo Penal.

"Lava-Jato", envolvendo agentes públicos do mais alto escalão da República. 3. De acordo com a SPS, no dia seguinte à delação, no mercado futuro de dólar, o contrato com vencimento em 01.06.2017 atingiu, na abertura do pregão, o limite de alta de 6%, estabelecido pela Clearing da B3 S.A. – Brasil Bolsa Balcão (doravante denominada "B3"), razão pela qual a B3 elevou o limite de alta para 8%. O preço de fechamento do contrato saltou de R$ 3.146,50 (em 17.05.2017) para R$ 3.380,00 (em 18.05.2017), representando alta de 7,42% (a maior em mais de 14 anos). 4. Diante desse contexto, a Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários ("SMI") recebeu: (i) em 18.05.2017 e 22.05.2017, comunicados de indícios de irregularidades de quatro agentes de mercado; (ii) em 18.05.2017, Ofício da BM&FBovespa Supervisão de Mercados ("BSM") com apuração preliminar sobre a atuação da JBS no mercado de derivativos de câmbio; e (iii) em 24.05.2017, Ofício do Banco Central do Brasil ("BCB") com um relatório de análise das " operações nos mercados derivativos realizadas por empresas do grupo J&F". 5. Após análise, a SMI concluiu pela existência de "indícios do uso de informações relevantes não divulgadas ao mercado para obtenção de vantagem indevida pela JBS S.A. por meio da aquisição de contratos derivativos cambiais". COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Parecer do Comitê de Termo de Compromisso. **PA CVM 19957.007321/2022-88. Parecer Técnico finalizado em 07.08.2023. Disponível em:** https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/anexos/2023/20230815_pas_cvm_19957_001225_2018_40_parecer_do_comite_de_termo_de_compromisso.pdf**. Acesso em: 9 de jan de 2023.**

[727] MINISTÉRIO PÚBICO FEDERAL. Disponível em: https://www.mpf.mp.br/sp/sala-de-imprensa/noticias-sp/mpf-e-cvm-atuam-conjuntamente-em-negociacao-de-acordos-para-punir-manipulacao-no-mercado-de-capitais. Acesso em: 9 de jan de 2024.

5.3.2. Pirâmide de Estratégias Regulatórias (Pyramid of Regulatory Strategies) desenhadas para a regulação dos fundos de investimento e dinâmica.

A pirâmide de estratégias regulatórias se propõe a demonstrar as formas de regulação que guiam a abordagem do regulador, demonstrando os espaços deixados a: (i) autorregulação (*self-regulation*), (ii) autorregulação forçada (*enforced self-regulation),* (iii) regulação por sanções discricionárias, que pressupõe comandos normativos com discricionariedade para punir (*command regulation with discretionary punishment*) e (iv) regulação por sanções vinculadas, que pressupõem comandos normativos com sanções vinculadas (*command regulation with nondiscretionary punishment),* esta na qualidade de estratégia de *burning bridges*, com objetivo, além da punição específica, de transmitir a imagem e comunicar sobre a mensagem de invencibilidade do regulador.[728]

A pirâmide de estratégias regulatórias se presta a informar os setores estratégicos de distribuição de competências para elaboração de norma, monitoramento e fiscalização. Informa como o regulador organiza a produção de normas e regras regulatórias, como vincula a sanção à infração determinada e como administra a respectiva fiscalização e monitoramento para o determinado setor regulado.

Na base da pirâmide de estratégias regulatórias aloca-se o setor de autorregulação, preenchido por regras confeccionadas pelo próprio regulado com maior liberdade. Sobe-se na pirâmide para um setor de autorregulação forçada, que compreende normas criadas pelo regulado a partir de padrões e orientações do regulador e ratificadas por este, para gerar executoriedade. Logo acima, visualiza-se o setor relacionado às sanções discricionárias composto por normas estatais que descrevem uma determinada conduta (fato típico) e, na hipótese de descumprimento, já lhes atribui duas ou mais sanções alternativas. No topo da pirâmide aloca-se o setor das sanções vinculadas, compreendido por normas estatais previstas especificamente para um determinado fato típico previsto pela norma.

---

[728]Para os autores a grande arma (*big gun*) disposta no sistema, que conduz ao cumprimento da norma, reside no topo da pirâmide de estratégias regulatórias: o setor reservado às sanções vinculadas que transmitem a mensagem de invencibilidade ao regulado contumaz: *"Queimar pontes e promulgar uma política de punição não discricionária têm ambos o efeito de demonstrar compromisso – de comunicar a um adversário a intenção de nunca ceder."* AYRES, Ian; BRAITHWAITE, Jonh. *Responsive Regulation: Transcending the Deregulation Debate*. Oxford: Oxford University Press, 1992 Disponível em: http://johnbraithwaite.com/wp-content/uploads/2016/06/Responsive-Regulation-Transce.pdf. Acesso em: 23 de maio de 2023, p. 39. Tradução livre.

Na perspectiva da regulação responsiva, não há uma categoria de infração considerada em abstrato que deva estar disposta necessariamente no topo da pirâmide de estratégias regulatórias. A organização das estratégias compete ao regulador e à política regulatória, através da avaliação de sua realidade regulatória, considerando a estrutura regulatória que dispõe, o mercado regulado, a capacidade financeira e técnica dos regulados, entre outros fatores.

Caberá ao legislador e ao regulador no exercício da organização da estatégia regulatória definir qual será o conteúdo normativo a ser delegado à autorregulação voluntária, à autorregulação forçada, ao setor de "sanções discricionárias" e ao setor de "sanções vinculadas", com o objetivo de obter maior eficiência e eficácia na atividade regulatória para o seguimento espécifico de mercado. Para tanto, legislador e regulador deverão considerar: (i) o conteúdo dos comandos no que corresponde à gravidade das condutas e sua repercussão para a sociedade e para o funcionamento do mercado; (ii) a forma necessária de fiscalização estatal no que corresponde a complexidade das condutas (se mais complexa ou menos complexa a supervisão e monitoramento); (iii) a capacidade de acesso à informações determinadas como fundamentais para comprovar a materialidade de determinadas condutas; (iv) a capacidade financeira e técnica e o compromisso ético dos diferentes nichos e entes regulados para exercer, ou não, a atividade de autorregulação de determinadas matérias com eficiência, eficácia e responsabilidade; e (v) a adoção pelo regulador da estratégia de atribuição de obrigações de autorregulação com objetivo de estimular a formação interna de uma ética e cultura de *compliance* e desenvolver e/ou fortalecer a capacidade e estrutura de autorregulação.

Segundo Braithwaite, a ordenação na pirâmide de estratégias regulatórias tem como objetivo não só a eficiência, mas também conferir maior legitimadade na atuação do regulador e estimular o cumprimento voluntário do regulado:

> Ordenar de estratégias na pirâmide não se trata apenas em propor opções menos dispendiosas, menos coerctivas e mais respeitosas, a fim de poupar dinheiro e preservar o valor republicano da liberdade como não-dominação. Recorrer a formas de controle social mais dominantes e menos respeitosas, apenas quando formas dialógicas forem tentadas primeiro, faz com que o controle coercitiva seja visto como mais legítimo. Quando a regulação é vista como mais legítima e mais justa do ponto de vista processual, o cumprimento da lei é mais provável.[729]

[729] BRITHWAITE, Jonh. *The essence of responsive regulation*. UBC Law Review 475. 2011. Disponível em: http://johnbraithwaite.com/wp-content/uploads/2016/03/essence_responsive_regulation.pdf. Acesso em: 8 de jan de 2023.

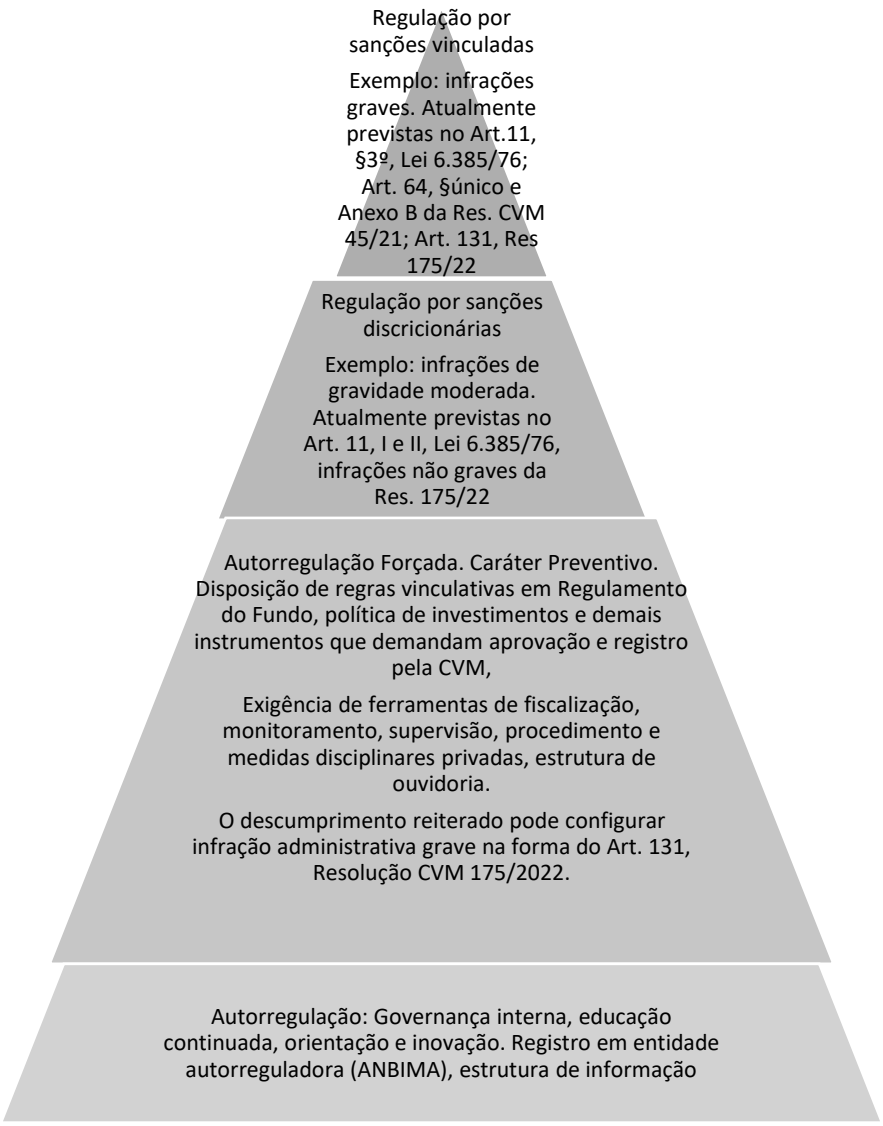
Pretende-se que o regulador utilize a estratégia de delegar determinadas matérias para a autorregulação (voluntária ou forçada) também para estimular uma cultura responsável de diligência, responsabilidade e conformidade dos participantes do mercado. A técnica de determinar a autorregulação incentiva a internalização de práticas de conformidade e confere maior legitimidade às normas. Todavia, é recomendável que o regulador reserve para si a regulação das infrações mais graves, complexas e socialmente nocivas.

Vale ressaltar que a alocação de uma infração, em abstrato, no topo da pirâmide de estratégias regulatórias, ou seja, a existência de infração que possua, em abstrato, uma sanção estatal vinculada, não interfere na dinâmica regulatória que será adotada para atribuição da responsabilidade em concreto ao infrator. A dinâmica regulatória responsiva de atribuição concreta da responsabilidade ao infrator segue a lógica da pirâmide de constrangimentos.

A dinâmica regulatória responsiva sugere que toda a apuração concreta de infrações, independentemente de sua gravidade em abstrato e de possuir uma sanção estatal vinculada na norma estatal, inicia na base da pirâmide de constrangimentos, no campo da persuasão.[730]

Realizadas as considerações necessarias, a pirâmide de estratégias regulatórias restaria configurada da seguinte forma:

[730] Segundo Braithwaite: "*A ideia da pirâmide é que nossa intervenção deve sempre começar na base da pirâmide. Depois escalamos para abordagens mais punitivas, apenas com relutância e apenas quando o diálogo falha. Depois passar para abordagens um pouco mais punitivas apenas quando sanções mais modestas falharem. Um regulado pode escalar com uma empresa recalcitrante desde a persuasão até uma advertência, passando por penalidades civis até mesmo penalidades criminais, finalmente até uma punição de revogação de sua licença."* BRITHWAITE, Jonh. *The essence of responsive regulation*. UBC Law Review 475. 2011. Disponível em: http://johnbraithwaite.com/wp-content/uploads/2016/03/essence_responsive_regulation.pdf. Acesso em: 8 de jan de 2023.



a) Regulação por "sanções vinculadas":

O setor relativo à regulação por sanções vinculadas, na perspectiva da pirâmide de estratégias regulatórias, não abrange as sanções criminais possíveis e decorrentes de crimes praticados no âmbito do exercício das atividades de fundos de investimento[731], nem tampouco as sanções de natureza cível, porque a apuração da materialidade e responsabilidade destes não é de competência da CVM. As esferas cível e criminal poderão ser apenas conduzidas pela CVM no âmbito da consensualidade, nos termos e sob condições do Art. 85 da Resolução n.º 45/21 e do Art. 28-A do Código de Processo Penal, respectivamente.

[731] Os crimes ordinariamente praticados no âmbito da exploração da atividade de fundos de investimento estão previstos na Lei n.º 6.385/1976, no Código Penal, na Lei n.º 9.613/1998, na Lei 6.404/1976, na Lei n.º 7.492/1976, entre outras possibilidades a depender do caso concreto.

Sob a perspectiva da regulação responsiva, à primeira vista, mostra-se conveniente que as infrações de natureza grave fiquem à cargo da regulação por sanções vinculadas (ou, no máximo, discricionárias), dispostas no topo da pirâmide de estratégias regulatórias, porque há um interesse estatal em assumir a apuração e a responsabilização de condutas que impactam de forma mais nociva e/ou sistêmica o mercado e a sociedade; a não ser que o legislador entenda mais estratégico, em algum caso pontual, delegar as matérias à regulação via estratégia de autorregulação forçada, por considerar que os entes de autorregulação teriam condições para apurar determinada irregularidade ou regulamentar, fiscalizar e monitorar, por exemplo, o cumprimento de determinada matéria com mais eficiência do que o poder público.

No Edital de Audiência Pública SDM n.º 02/2018, que antecedeu a edição da Resolução CVM n.º 45/2021, pontuou-se a necessidade de fixação de critérios precisos para a diferenciação das infrações quanto a sua gravidade em tese, bem assim a instituição de parâmetros precisos para a fixação das respectivas penalidades. A resolução dividiu as possíveis infrações em cinco diferentes grupos de acordo com sua gravidade, com a finalidade de parametrizar as penalidades-base a serem aplicadas em caso de condenação à pena de multa.

Atualmente, as hipóteses de infrações administrativas que prevêm uma sanção estatal vinculada coincidem com as infrações administrativas de natureza grave assim definidas pela legislação.

O art. 64, parágrafo único da Resolução CVM n.º 45/2021 relaciona as infrações graves perpetradas no âmbito do mercado de valores mobiliários no Anexo B, dentre as quais, "*as infrações definidas como graves nas demais normas da CVM"*. *O* Art. 1º, inciso II do Anexo B da Resolução CVM n.º 45/2021, dispõe sobre as infrações de natureza grave*:*

> Art. 1º Consideram-se infração grave, ensejando a aplicação das penalidades previstas nos incisos III a VIII do art. 11 da Lei nº 6.385, de 1976, as seguintes hipóteses: I – descumprimento dos arts. 115; 116; 117; 153; 154, caput e §§ 1º e 2º; 155, caput e §§ 1º, 2º e 4º; 156, caput e § 1º; 165, caput e §§ 1º e 2º; art. 170, §§ 1º e 7º, 201; 202, caput e §§ 5º e 6º; 205, caput e § 3º; 245; 254-A, caput; e art. 273 da Lei nº 6.404, de 1976; II – descumprimento de determinação da CVM feita nos termos do art. 9º, inciso IV, da Lei nº 6.385, de 1976; III – as infrações definidas como graves nas demais normas da CVM; e IV – embaraço à fiscalização da CVM. Parágrafo único. Entende-se como embaraço à fiscalização, para os fins desta Resolução, as hipóteses em que qualquer das pessoas referidas no art. 9º, inciso I, alíneas "a" a "g", da Lei nº 6.385, de 1976, injustificadamente deixe de: I – atender, no prazo estabelecido, a intimação para prestação de informações ou esclarecimentos que houver sido formulada pela CVM; ou II – colocar à disposição da CVM os livros, os registros contábeis e documentos necessários para instruir sua ação fiscalizadora.

O Artigo 131 da Resolução CVM n.º 175/2022, que dispõe sobre constituição, administração, funcionamento e divulgação de informações dos fundos de investimento, prevê expressamente as infrações de natureza grave:

> I – distribuição de cotas de fundos, classes e subclasses sem registro de funcionamento na CVM;
> II – exercício de atividade não autorizada, ou contratação de terceiros não autorizados ou habilitados à prestação dos serviços contratados;
> III – não observância das disposições do regulamento;
> IV – não manter atualizados e em perfeita ordem os documentos referidos no inciso I do art. 104;
> V – descaracterização da categoria adotada pelo fundo, exceto nos fundos de investimento financeiro do tipo "Multimercado";
> VI – não observância das normas contábeis aplicáveis aos fundos;
> VII – não observância do disposto nos arts. 88, 92, 101 e 106;
> VIII – não encaminhamento da documentação do fundo pelo administrador substituído, nos termos do art. 108, § 5º;
> IX – não adoção das ações de que trata o art. 122;
> X – não divulgação de fato relevante;
> XI – não cumprimento das deliberações tomadas em assembleias de cotistas;
> XII – não comparecimento do gestor à assembleia de cotistas que for convocada para deliberar sobre a resolução de patrimônio líquido negativo;
> XIII – não monitoramento pelos prestadores de serviços essenciais das hipóteses de liquidação antecipada previstas no regulamento, dentro de suas esferas de atuação; e
> XIV – não execução dos procedimentos relacionados à liquidação da classe, conforme previstos no regulamento.

Na forma do Art. 11, §3º da Lei n.º 6.385, apenas para as infrações consideradas graves pela legislação ou mesmo nas hipóteses de reincidência, serão aplicadas, além da multa, as penalidades de: inabilitação temporária, até o máximo de 20 (vinte) anos, para o exercício de cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários; suspensão da autorização ou registro para o exercício das atividades de que trata esta Lei; inabilitação temporária, até o máximo de 20 (vinte) anos, para o exercício das atividades de que trata esta Lei; proibição temporária, até o máximo de vinte anos, de praticar determinadas atividades ou operações, para os integrantes do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários; e proibição temporária, até o máximo de dez anos, de atuar, direta ou indiretamente, em uma ou mais modalidades de operação no mercado de valores mobiliários; mediante prévia instauração de processo administrativo sancionador, com as garantias de contraditório e ampla defesa do regulado.

Assim, nos termos do Art. 11, §3º da Lei n.º 6.385/76 e do Art. 64, *caput* da Resolução CVM n.º 45, as sanções de suspensão, inabilitação e proibição vinculam-se aos casos de infração grave (assim definidas em normas da CVM) ou aos casos de

reincidência; sanções estas que correspondem aos incisos IV a VIII do Art. 11 da Lei n.º 6.385/76.

b) Regulação por "sanções discricionárias":

No setor de sanções discricionárias deverão ser posicionadas as infrações confeccionadas pelo legislativo, ou pelo regulador no exercício da atividade normativa, que podem receber uma ou outra resposta regulatória, de antemão previstas na norma, em caso de descumprimento.

A própria redação da norma estatal permite a alterantiva na resposta estatal frente a infração.

Atualmente, é no âmbito das infrações administrativas classificadas como de natureza leve ou moderada (ou de menor complexidade, na redação do Anexo C da Resolução CVM n.º 45)[732], tais como aquelas previstas no Art. 11, incisos I e II da Lei n.º 6.385/1976[733] ou no Anexo B da Resolução CVM n.º 45, que se revelam as infrações cujas sanções atreladas consistem em penas alternativas: a possibilidade de imposição de advertência ou multa.

A Resolução CVM n.º 175/2022, que dispõe sobre os fundos de investimento, não gradua, de maneira formal e antecipada, as infrações em leve ou moderada. Todavia, distingue as infrações de natureza grave nos incisos do Art. 131.[734]

A Resolução CVM n.º 175 apresenta um vasto rol de obrigações dos prepostos de fundos de investimento, cujo descumprimento de normas administrativas caracteriza infração administrativa, passível de sanções de advertência e/ou multa.[735] Já a

---

[732] Cf. Resolução CVM n.º 45/21, Anexo C: "Art. 1º Consideram-se infrações de menor complexidade as seguintes hipóteses: (...)"

[733] Cf. Art. 11, incisos I e II da Lei n.º 6.385/76: "*Art. 11. A Comissão de Valores Mobiliários poderá impor aos infratores das normas desta Lei, da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (Lei de Sociedades por Ações), de suas resoluções e de outras normas legais cujo cumprimento lhe caiba fiscalizar as seguintes penalidades, isoladas ou cumulativamente: (Redação dada pela Lei nº 13.506, de 2017) I - advertência; II - multa; (...)"*

[734] A Resolução CVM n.º 45/2022 apresenta apenas rol de infrações que: a) constituem infrações que demandam rito simplificado, na forma do art. 73, elencados no Anexo C; b) constituem infrações de natureza grave, na forma do art. 64, Parágrafo único, para fins de imposição de pena do art. 11, Lei n.º 6.385/1976, relacionados no Anexo B; c) categoriza algumas infrações para fins de atribuição de fixação de valor limite para pena base, na forma do art. 62, relacionados no Anexo A.

[735] São exemplos de obrigações previstas na Resolução 175/2022: a) dever de o administrador preservar a correspondência devolvida ou seu registro eletrônico enquanto o cotista não efetuar o resgate ou amortização total de suas cotas (Art. 13, Parágrafo único); b) O gestor é obrigado a: (i) fornecer aos distribuidores todo o material de divulgação da classe exigido pela regulamentação em vigor, respondendo pela suficiência, veracidade, precisão, consistência e atualidade das informações contidas no referido material; e; (ii) informar aos distribuidores qualquer alteração que ocorra na classe, especialmente se decorrente da mudança do regulamento, hipótese em que o gestor deve imediatamente enviar o material de divulgação atualizado aos distribuidores contratados para que o substituam.

Resolução CVM n.º 45 dispõe, no Anexo C, sobre as infrações que denomina de "menor complexidade", para as quais a sanção atribuida corresponde sanção e/ou multa e lhes prevê a aplicação do "rito simplificado"[736]

Assim, sob a perspectiva da regulação responsiva, opera-se a fixação legal de respostas regulatórias alternativas para uma determinada infração para auxiliar na escolha de uma ou outra resposta regulatória a depender de fatores específicos e individualizantes, envolvendo avaliação do perfil do regulado, gravidade da conduta, ressarcimento de danos, consequências do dano, retorno do regulado ao ambiente de cooperação, avaliação de utilização de outros instrumentos ou medidas de supervisão que julgarem mais efetivas.

Por fim, a título de esclarecimento, não seria possível considerar, a partir da legislação sancionadora da CVM, que a aplicação do Art. 9º, §4º da Lei n.º 6.385 (com redação pela Lei n.º 13.506/2017), regulamentado pela Resolução CVM n.º 45/2021, Art. 4º, inciso I, §1º, incisos I a VIII e §§2º e 3º, representaria uma abertura legal para interpretação de hipótee de previsão de sanções legais alternativas ou "sanções discricionárias" para uma determinada infração administrativa (que implicaria em uma hipótese legal de previsão de sanção alternativa atrelada a uma mesma infração administrativa).

> Art. 4° Considerando as informações obtidas na investigação das infrações administrativas, as superintendências podem:
> I – deixar de lavrar termo de acusação nos casos em que concluírem:
> (...)
> b) pela pouca relevância da conduta, a baixa expressividade da ameaça ou da lesão ao bem jurídico tutelado e a possibilidade de utilização de outros instrumentos ou medidas de supervisão que julgarem mais efetivos;
> II – lavrar termo de acusação, nos termos do art. 6º; ou
> III – propor inquérito administrativo destinado a aprofundar a coleta de elementos adicionais à verificação da autoria e da materialidade da infração, nos temos do art. 8º.
> § 1º Na avaliação da relevância da conduta ou da expressividade da ameaça ou lesão ao bem jurídico, podem ser utilizados os seguintes parâmetros, dentre outros:
> I – o grau de reprovabilidade ou da repercussão da conduta;
> II – a expressividade de valores relacionados à conduta;
> III – a expressividade de prejuízos causados a investidores e demais participantes do mercado;
> IV – o impacto da conduta na credibilidade do mercado de capitais;
> V – os antecedentes das pessoas envolvidas;
> VI – a boa-fé das pessoas envolvidas;
> VII – a regularização da suposta infração pelo administrado; e
> VIII – o ressarcimento dos investidores lesados.

[736] Confira o Art. 73 da Resolução CVM n.º 45/21: "Art. 73. Submete-se ao rito simplificado o processo administrativo sancionador relativo às infrações previstas no Anexo C desta Resolução, as quais, em razão do seu nível de complexidade, não exigem dilação probatória ordinária."

> § 2º Consideram-se instrumentos e medidas de supervisão, para os fins deste artigo, a expedição de ofício de alerta, a atuação prévia e coordenada de instituição autorreguladora, entre outros.
> § 3º A expedição de ofício de alerta à pessoa natural ou jurídica supervisionada, nos termos do § 2º, deve indicar claramente o desvio de conduta verificado e assinalar prazo razoável para a devida correção, se aplicável.

O dispositivo mencionado trata de hipótese legal indevidamente chamada de "justa causa"[737], pois se assemelha ao instituto jurisprudencial relativo ao "princípio da insignificância" (hipótese de desqualificação da tipicidade[738]), em que as superintendências deixam de lavrar o termo de acusação no casos em que entendam pela ausência de: grau de reprovabilidade ou da repercussão da conduta; expressividade de valores relacionados à conduta; expressividade de prejuízos causados a investidores e demais participantes do mercado; impacto da conduta na credibilidade do mercado de capitais; considerem, ainda: os antecedentes das pessoas envolvidas; a boa-fé das pessoas envolvidas; a regularização da suposta infração pelo administrado; e o ressarcimento dos investidores lesados; subsitituindo a sanção por outra medida que entenda mais efetiva, como envio de ofício de alerta, ensejando a possibilidade de construção de respostas inovadoras.

Neste caso, o reconhecimento de que o fato deixa de configurar a infração administrativa incialmente considerada, em razão da desqualificação da tipicidade inicialmente considerada (via aplicação do princípio da insignificância), não justifica a aplicação da sanção inicialmente atrelada, devendo o regulador aplicar a resposta estatal adequada à nova realidade considerada. Não se trata da aplicação de uma sanção legal alternativa, senão do reconhecimento da nova definição jurídica ao fato[739] e a correlata atribuição da resposta estatal adequada à nova realidade considerada.

---

[737] O Art. 8º, inciso II da Resolução n.º 45/2021 estabelece que: "*Art. 8º Compete às superintendências apresentar proposta de instauração de inquérito administrativo, dirigida à Superintendência Geral, que pode: I - (...) II – devolver o processo administrativo às superintendências, quando entender não haver justa causa para a instauração do inquérito*."

[738] Sobre a "justa causa" prevista na Resolução CVM n.º 45/21 confira Capítulo 5.7.3. Princípio da Legalidade no Direito Administrativo Sancionador Regulatório; tópico: c) Contornos da tipicidade; (i) Considerações sobre "justa causa".

[739] O Art. 47, alocado na "Subseção V – Nova definição jurídica ao fato", da Resolução CVM n.º 45/21, dispõe sobre hipótese e consequências da nova definição jurídica atribuída ao fato: "*Art. 47. O Colegiado pode dar ao fato definição jurídica diversa da que constar do termo de acusação ou da peça acusatória, ainda que em decorrência de prova nela não mencionada, mas existente nos autos, devendo indicar os acusados afetados pela nova definição jurídica e determinar a intimação de tais acusados para aditamento de suas defesas, no prazo de 30 (trinta) dias a contar do recebimento da intimação, facultada a produção de novas provas, observado o disposto na Subseção IV. Parágrafo único. A intimação a que se refere o caput deve ser acompanhada exclusivamente da ata contendo a decisão do Colegiado a respeito da nova definição jurídica dos fatos."*

c) "Autorregulação forçada":

A autorregulação apresenta a vantagem de permitir a elaboração detalhada de regras específicas que recaem sobre a atividade privada especificamente confeccionadas pelos regulados de forma a abranger as sutilezas cruciais para o desempenho da sua atividade.

No âmbito da autorregulação forçada torna-se obrigatória a produção de uma série de normas específicas a partir de matrizes normativas legais que deverão ser veiculadas em regulamentos, políticas e manuais específicos que demandam ratificação pelo Estado, vinculam os agentes privados, cuja inobservância gera sanção, constituindo forma de impor o cumprimento do marco regulatório da forma mais internalizada possível.

A principal vantagem da autorregulação forçada é aglutinar a aplicação punitiva, a partir de normas confeccionadas pelo próprio regulado, que não impeçam o seu crescimento econômico e eficiente, evitando-se criar burocracia desnecessária, não raro derivada de normas gerais, universais e externas.

Além de constituir normas privadas e ratificadas pelo Estado, outro elemento próprio à autorregulação forçada reside no fato de se exigir do regulado a internalização dos custos de fiscalização, via criação de órgão responsável pela fiscalização e cumprimento da conformidade, devendo monitorar constantemente a observância das normas internas e recomendar ações disciplinares contra os respectivos infratores.

Na atividade de fundos de investimentos, as diretrizes da autorregulação forçada estão fixadas na Resolução CVM n.º 175/2022 e a principal regra de autorregulação forçada é o dever de veiculação do regulamento do fundo (Art. 5º e 48 da Resolução CVM n.º 175/2022), que deve ser registrado na CVM (Arts. 8º e 10) e publicado no sítio eletrônico da CVM para garantia de sua publicidade e oponibilidade a terceiros (Art. 11), e, embora seja confeccionado pelo regulado, pode a CVM exigir alterações determinadas (Art. 53).

O regulamento do fundo de investimento deve, obrigatoriamente, descrever a denominação do fundo com a identificação da atividade explorada, bem assim de suas eventuais subclasses, a categoria do fundo, as espécies de classes de cotas, os direitos e obrigações, o patrimônio segregado para cada cota, o tratamento tributário aplicável, a responsabilidade dos cotistas, a existência de subclasses, quando possível, se abertas ou fechadas, a existência de patrimônio líquido mínimo diário (Art. 8º, §3º),

público alvo (Art. 48, §2º), a política de investimentos (art. 48, §2º, VI), as regras de resgate (Art. 40), as regras de amortização de cotas (art. 43), as regras de assembleias, regras de liquidação, de cisão do fundo, da forma de rateio das despesas em comum entre as classes, não podendo implicar em transferência de riquezas (Art. 48, V), o prazo de duração (art. 48, VI), o exercício social (art. 48, VIII), a possibilidade de futuras emissões de cotas (Art. 48, §2º, VII), as taxas de ingresso, saída, se houver (art. 48, §2º, XII), as taxas de administração e gestão (Art. 48, §2º, XIX), as regras de distribuição de resultados (Art. 48, §2º, VIII).

Os fundos de investimento são obrigados também ao envio de informações periódicas à CVM, sob pena de indeferimento do pedido de registro de funcionamento do fundo, classe e subclasse de cotas (Art. 9º), informações estas que devem ser divulgadas na página web do fundo, do administrador ou do gestor, conforme previsto no regulamento, em lugar de destaque e disponível para acesso gratuito do público em geral, assim como mantidas disponíveis para os cotistas (Art 61).

Paralelamente ao pedido de registro do Regulamento do fundo, exige-se a entrega de declarações dos prestadores de serviços essenciais de que o regulamento está plenamente aderente à legislação vigente e a identificação dos prestadores de serviços contratados por cada prestador de serviço essencial em nome do fundo, informando resumidamente os serviços a serem prestados, as classes de cota que serão servidas e a declaração do patrimônio mínimo inicial do fundo, se fechado (art. 10).

O administrador é obrigado a divulgar qualquer fato relevante ocorrido ou relacionado ao funcionamento do fundo, da classe ou aos ativos integrantes da carteira, assim que dele tiver conhecimento, considerado relevante qualquer fato que possa influir de modo ponderável no valor das cotas ou na decisão dos investidores de adquirir, resgatar, alienar ou manter cotas (Art. 64).

Quanto ao monitoramento e a supervisão dos fundos de investimento e suas classes de cotas inclui-se o dever de escrituração contábil própria a ser administrado pelo regulado, devendo as suas contas e demonstrações contábeis ser segregadas entre si e das demonstrações contábeis dos prestadores de serviço essenciais (Art. 66), bem como submetidas a auditorias anuais por auditor independente registrado na CVM (Art. 69).

Com o dever de disponibilização de informações periódicas, o regulador impõe que as regras de autorregulação forçada, contidas no regulamento do fundo e demais obrigações de disponibilização de informações periódicas, respondam às necessidades de transparência e divulgação de informações, exigindo informações

contínuas, claras, precisas e coerentes sobre os objetivos, estratégias, riscos, histórico, etc..

Ao exigir, por outro lado, que o regulamento do fundo apresente, de forma discriminada, os parceiros do fundo, suas funções, responsabilidades, informações minuciosas sobre as cotas, classes, responsabilidades, tributação resgates, objetivos, distribuição, política de investimento, público alvo, taxas, revela-se a exigência de efetuar uma gestão de riscos capaz de identificar, avaliar e gerenciar riscos relevantes para os investidores, exigindo o desenvolvimento de políticas e controles eficazes.

Na seara da autorregulação forçada, a CVM impõe que os fundos de investimentos organizem a exploração de sua atividade econômica de modo que, no seu desempenho garanta a proteção dos investidores, mediante o envio e disponibilização de informações claras, objetivas e precisas sobre a estrutura do fundo, público alvo, enquadramento de riscos, responsabilidades, condições de resgate, de patrimônio mínimo, de distribuição, de liquidação, de operações e negociações no mercado, parceiros contratados, entre outras informações, de forma a garantir que o processo de tomada de decisões dos investidores seja consciente da real situação de suas cotas e patrimônio e dos riscos envolvidos nas operações negociadas em mercado.

Para propiciar segurança ao investidor, exige-se que os fundos de investimento se apresentem de forma organizada, com uma estrutura interna de governança corporativa, estejam estruturados, designados e qualificados seus gestores, administradores, custodiantes e demais contrapartes, apresente sua política de investimentos, de gerenciamento de riscos, e de procedimentos internos, contabilidade organizada e auditorias periódicas, de forma a possibilitar que sua atividade possa ser monitorada e supervisionada pelo regulador e pelos investidores.

Violações ao regulamento dos fundos de investimento e/ou ao dever de prestação de informações periódicas, entre outros deveres impostos pelo regulador, podem configurar infrações administrativas graves, moderadas ou leves, conforme previsão na Resolução CVM n.º 175/2022 e Anexo B da Resolução CVM n.º 45/2021, bem assim crimes ou ilícitos civis, conforme previsto em lei.

d) "Autorregulação voluntária":

Na seara da autorregulação voluntária, a ideia é estimular que os entes privados construam voluntariamente normas com o objetivo de atender com o propósito e valores da CVM definidos no Planos Estratégico CVM, como: (i) garantir a transparência e a divulgação de informações ao mercado e investidores para além das

obrigações legais, ampliando o acesso a informação e a transparência para os investidores: elaborar e disseminar regras que determinem a obrigatoriedade de divulgação de informações claras, precisas, abrangentes sobre os objetivos do fundo, público alvo, estratégias de investimento, riscos associados, despesas e taxas incidentes, responsabilidades; (ii) garantir governança e compliance para além das obrigações legais: definir diretrizes de governança corporativa, diretrizes de gestão e nomeação de comitê de gestão, definir política de escolha de contrapartes, *due diligence* de investidores, ampliar política de combate à corrupção, de lavagem de dinheiro e de mecanismos de respeito à Lei Geral de Proteção de Dados, de política de compliance e nomeação comitê de compliance, implementação de instrumentos inovadores e mais eficazes para impedir situações de conflito de interesses e para garantia de conformidade com a norma incidente; (iii) gestão de riscos para além das normas: estabelecer diretrizes mais eficientes e eficazes para identificação, avaliação e mitigação de riscos relacionados aos investimentos do fundo, podendo ser criada política de gestão de riscos, adoção de controles internos efetivos, com simulação de situações de *estress*, monitoramento contínuo dos riscos associados às operações do fundo; (iv) proteção ao investidor além das exigências normativas: ampliação da implementação de medidas que visem proteger os interesses dos investidores, como adoção de políticas claras de resgate, mecanismos adequados de precificação de cotas, transparência na prática de distribuição de cotas e prevenção de práticas abusivas; (v) monitoramento e avaliação: estabelecer mecanismos de monitoramento interno e externo para avaliação do cumprimento das regras de autorregulação, incluindo: contratação de auditorias periódicas, recursos tecnológicos para avaliação de conformidade e ações corretivas em caso de não conformidade.

As estratégias de autorregulação são fundamentadas em ações voluntárias adotadas pelos regulados. No entanto, a adoção de uma estrutura robusta de respeito à norma e às diretrizes gerais de organização e gestão exigidas pelo mercado são importantes instrumentos para o crescimento, competitividade e desenvolvimento do próprio fundo.

Os fundos de investimentos demandam, para desenvolvimento de suas atividades, contratação de prestadores de serviços como administrador (Arts. 82 e 83 da Resolução CVM n.º 175/2022), instituição financeira, corretoras ou entidade que forneça serviços de negociação, custódia, distribuição, que podem ter responsabilidades perante danos suportados pelos cotistas do fundo. A responsabilidade do fundo e dos prestadores de serviços era solidária, até a edição da Lei n.º 13.874/2019 que inseriu o art. 1.368-E

no Código Civil, responsável por limitar a responsabilidade das contrapartes apenas pelos prejuízos que causarem quando procederem com dolo ou má-fé.

A sistemática de responsabilidade solidária entre fundo de investimento e prestadores de serviço por danos perpetrados no exercício da atividade de fundos de investimento perante cotistas estimula com maior intensidade a fiscalização, supervisão e monitoramento cruzado e privado entre administradora, custodiante e corretora frente o fundo de investimento, tendo este que dispor, além da habilitação da CVM (e do selo Anbima capaz de lhe confira maior credibilidade), de robusto arcabouço organizacional que demonstre a efetiva gestão de riscos, de liquidez, de processos internos, de compliance, de governança, de higidez financeira, para conseguir contratar com as contrapartes almejadas e que gozam de maior credibilidade e reputação no mercado, submetendo-se, ainda, a entrevistas, envio de informações e reavaliações periódicas no curso do contrato privado.[740]

O credenciamento do fundo de investimento na Anbima não é obrigatório, mas constitui prática comum de mercado altamente recomendada, pois ao aderir à Anbima, o fundo firma compromisso de adesão às diretrizes estabelecidas pela associação de autorregulação, como melhores práticas de governança, transparência e prestação de contas para investidores, agregando valor à imagem e credibilidade, mediante Selo Anbima, reconhecido amplamente pelo mercado.

Segundo a Anbima, a representação do associado se fundamenta no diálogo travado com os regulados que aderem voluntariamente aos fóruns, comissões temáticas e grupos consultivos, culminando em propostas de aprimoramento das normas do mercado de interesse, a partir de sugestões enviadas aos órgãos reguladores, e no aprimoramento dos códigos de autorregulação.

Quanto à autorregulação, a Anbima considera que um mercado forte se desenvolve com normas claras, capazes de refletir a realidade das instituições e assegurar a busca constante pelo aprimoramento. O modelo de autorregulação da Anbima é privado e voluntário, e baseia-se em regras criadas pelo e para o mercado e veiculadas no Código de Autorregulação e Melhores Práticas, ao qual podem aderir inclusive instituições que

[740] A limitação de responsabilidade dos prestadores de serviço do fundo de investimento decorrente do art. 1368-E do Código Civil, apenas às situações de prejuízos causados com dolo ou má-fé acaba por prejudicar a intensidade da supervisão e monitoramento cruzados entre prestadores de serviços e fundos de investimento.

não são associadas à Anbima, obtendo o selo Anbima, que lhe garante maior confiabilidade perante o mercado. A supervisão e monitoramento das regras são realizados pela Anbima, que também orienta os regulados sob viés educativo.

A Anbima se apresenta como a principal provedora de informações sobre os segmentos de mercado de valores mobiliários, na medida em que produz e divulga um conjunto de relatórios, estatísticas, estudos, rankings, referências de preços e de índices, além de uma série de ferramentas de consulta, com objetivo de construir uma base de dados consistente capaz de contribuir para a transparência e para a segurança dos mercados.

Quanto à função educacional, a Anbima considera possível transformar o mercado por meio da capacitação de seus principais agentes: profissionais e investidores, apresentando ações de certificação para profissionais e educação para investidores.

O programa de certificação capacita os profissionais do mercado para que sejam multiplicadores de informações e de boas práticas, estimulando a educação continuada, para atualização constante em um mercado dinâmico. O programa de educação de investidores, apoia-se em estratégias que ampliam o acesso de atuais e futuros investidores a programas educacionais, bem como incentivam a produção e a disseminação de conteúdos relevantes para o desenvolvimento do mercado.

A autorregulação da Anbima, organizada na forma voluntária privada, abrange três atividades que integram o conceito geral de regulação: (i) a elaboração de regras, realizada nos comitês da área de Representação da Associação, (ii) a supervisão e (iii) o *enforcement*, que reúne as iniciativas para fazer cumprir e punir o descumprimento.

A adesão ao Código Anbima é voluntária, mas obrigatória para o associado que executa as atividades autorreguladas pelos doze códigos existentes atualmente. As instituições formalizam a sua adesão aos códigos e ao modelo de autorregulação por meio de procedimento documentado, válido para fins dos processos sancionadores, recebendo o Selo Anbima. Cada código prevê os órgãos para a supervisão e eventual avaliação e/ou penalização de casos de descumprimento. A atividade de supervisão na Anbima tem como objetivo assegurar o atendimento aos princípios e regras previstos nos códigos da Associação.

A área de Supervisão da Anbima monitora o comportamento dos fundos a partir de controle de dados e o atendimento aos preceitos, e tem autonomia para a aplicação de sanção em caso de descumprimento objetivo, quando ocorre atraso ou incorreção no envio de uma informação ou dado cadastral. As ferramentas e fatores determinantes de supervisões episódicas ou temáticas são discutidas e aprovadas pelas comissões de acompanhamento. Destaca-se que os códigos preveem a possibilidade de as instituições participantes formalizarem denúncias em relação a eventuais descumprimentos praticados por outras Instituições Participantes, que devem ser apuradas pela área de Supervisão, com autonomia para a aplicação de multas por descumprimento objetivo, quando ocorre atraso ou incorreção no envio de uma informação ou dado cadastral.

Além das sanções por descumprimento objetivo, a área de Supervisão pode emitir: cartas de orientação, abrir PAI (Procedimento para Apuração de Irregularidades), conforme previsto no Código de Processos da Anbima[741]; que poderá culminar em um processo sancionador contra instituição participante, a ser analisado pela comissão de acompanhamento e deliberado pelo conselho de regulação.[742] Periodicamente, é divulgado no portal da Associação um resumo sobre as penalidades e as multas aplicadas

[741] Segundo a Relatório de Supervisão da Anbima do 1º semestre de 2023, "Procedimentos para Apuração de Irregularidades" (PAIs) constitui a investigação instaurada pela Supervisão de Mercados com o objetivo de apurar eventuais indícios de descumprimento às disposições dos códigos. Cartas de recomendação: documento proposto no âmbito de um PAI quando a infração tiver pequeno potencial de dano e for de fácil reparabilidade. A carta propõe a adoção de medidas visando o ajuste de conduta conforme as regras dos códigos. A adoção, pelas instituições, das medidas propostas nas cartas de recomendação, sana a eventual irregularidade cometida e extingue a punibilidade pela infração. Estes documentos são divulgados a partir da data de aceitação pelas instituições e podem ser conferidos no portal Anbima. Processos: processo instaurado pelos Conselhos de Regulação e Melhores Práticas após constatação de descumprimento às disposições dos códigos. Podem resultar em julgamentos e serem passíveis de penalidades. ANBIMA. Disponível em: https://www.anbima.com.br/data/files/C3/42/AC/B1/7676A8106B83E2A8EA2BA2A8/Relatorio_1sem_2023%20v4.pdf. Acesso em: 14 de maio de 2024.

[742] Segundo a Relatório de Supervisão da Anbima do 1º semestre de 2023, as penalidades disponíveis à Anbima são: a) Cartas de orientação: comunicação para orientar as instituições quanto aos eventuais desvios ocorridos, relativos aos dispositivos dos códigos. Em cada carta de orientação, pode constar um ou mais apontamentos; b) Cartas de Prevenção: omunicação com abordagem educativa e preventiva visando auxiliar as instituições no entendimento e cumprimento das regras; c) Cartas de Alerta: comunicação para alertar as instituições quanto a eventuais ajustes de práticas e/ou condutas; d) Relatórios de Supervisão Periódica: similar às cartas de orientação, porém utilizados na supervisão periódica (in loco). Agrupam os apontamentos da área de Supervisão e requerem apresentação de um plano por parte da instituição quando envolver itens obrigatórios dos códigos; e) Multas*: penalidade financeira aplicada quando há constatação de descumprimentos objetivos relacionados aos códigos. As multas são divulgadas a partir da efetivação do seu pagamento. ANBIMA. Disponível em: https://www.anbima.com.br/data/files/C3/42/AC/B1/7676A8106B83E2A8EA2BA2A8/Relatorio_1sem_2023%20v4.pdf. Acesso em: 14 de maio de 2024.

por descumprimento objetivo pela Anbima, garantindo-se a transparência e divulgação de informações aos investidores e ao mercado. [743]

Os termos de compromisso[744] também são divulgados resumidamente, bem como o resultado dos processos julgados pelo Conselho de Regulação e melhores práticas. Geralmente, a partir dos termos de compromisso decorrem providências como: treinamento e contribuição financeira.

O recurso financeiro proveniente de sanções de multas decorrentes de processos ou termos de compromisso celebrados no âmbito da área de Supervisão da Associação são integralmente destinados à programas de educação de investidores, visando a melhoria contínua e fortalecimento do mercado.

5.3.3. Pirâmide de Constrangimento (Enforcement Pyramid).

A pirâmide de constrangimento objetiva ilustrar o panorama de sanções a que está sujeito o regulado que cometer infrações contra o mercado de valores mobiliários, bem assim sua aplicação dinâmica, independente de se a competência persecutória é ou não da CVM, principalmente, porque, via consensualidade, é possível que as infrações administrativas, cíveis e/ou criminais sejam processadas perante a CVM, desde que atendidos os pressupostos do Art. 85 da Resolução CVM n.º 45/2021 e do Art. 28-A do Código de Processo Penal, respectivamente.

A gestão da dinâmica de escalada na pirâmide de constrangimento compete integralmente à CVM quanto às infrações administrativas. No caso de infrações cíveis e crimes, poderão ser apresentadas as soluções pela CVM, nos limites e condições da lei, apenas no âmbito da consensualidade e com a participação dos entes/órgãos necessários.

---

[743] O Relatório de Supervisão ANBIMA do 1º Semestre de 2023 da Anbima informa que no período foram enviadas 838 cartas (288 Cartas de Prevenção + 550 Cartas de Alerta) para as empresas que seguem as regras da autorregulação. Esses novos instrumentos surgiram em substituição às Cartas de Orientação. O Código Administração de Recursos de Terceiros foi responsável pela maioria delas 731. ANBIMA. Disponível em: https://www.anbima.com.br/data/files/C3/42/AC/B1/7676A8106B83E2A8EA2BA2A8/Relatorio_1sem_2023%20v4.pdf. Acesso em: 14 de maio de 2024.

[744] Segundo Relatório de Supervisão da Anbima do 1º semestre de 2023, termo de compromisso constitui o documento proposto pelas instituições participantes, a qualquer momento, visando o compromisso de, no mínimo, cessar e corrigir atos que possam caracterizar descumprimento das regras dos códigos. A celebração de termo de compromisso não acarreta confissão quanto à matéria de fato, nem reconhecimento da ilicitude da conduta analisada, e, ainda, suspende a supervisão/PAI/processo em relação à parte até que as obrigações estabelecidas no termo de compromisso tenham sido cumpridas. Estes documentos são divulgados a partir da data de sua celebração pelas partes e podem ser conferidos no portal Anbima.

A pirâmide de constrangimentos apresenta um panorama das consequências possíveis para aqueles que violarem as normas incidentes sobre o mercado de valores mobiliários. A dinâmica regulatória de subida e descida da pirâmide é revelada a partir de sua compreensão conjunta e harmônica com as pirâmides de perfil do regulado e de finalidade regulatória, que será tratada no Capítulo 5.5.

Cabem, neste momento, as seguintes pontuações. Na perspectiva da regulação responsiva, não há uma categoria de infração que, se cometida, determine o ingresso direto da resposta estatal no topo da pirâmide de constrangimento e enseje a aplicação imediata e automática da sanção prevista, ainda que seja caso de sanção vinculada. Todas as infrações, independentemente de sua gravidade em abstrato considerada, iniciam na base da pirâmide de constrangimento, no campo da persuasão.[745]

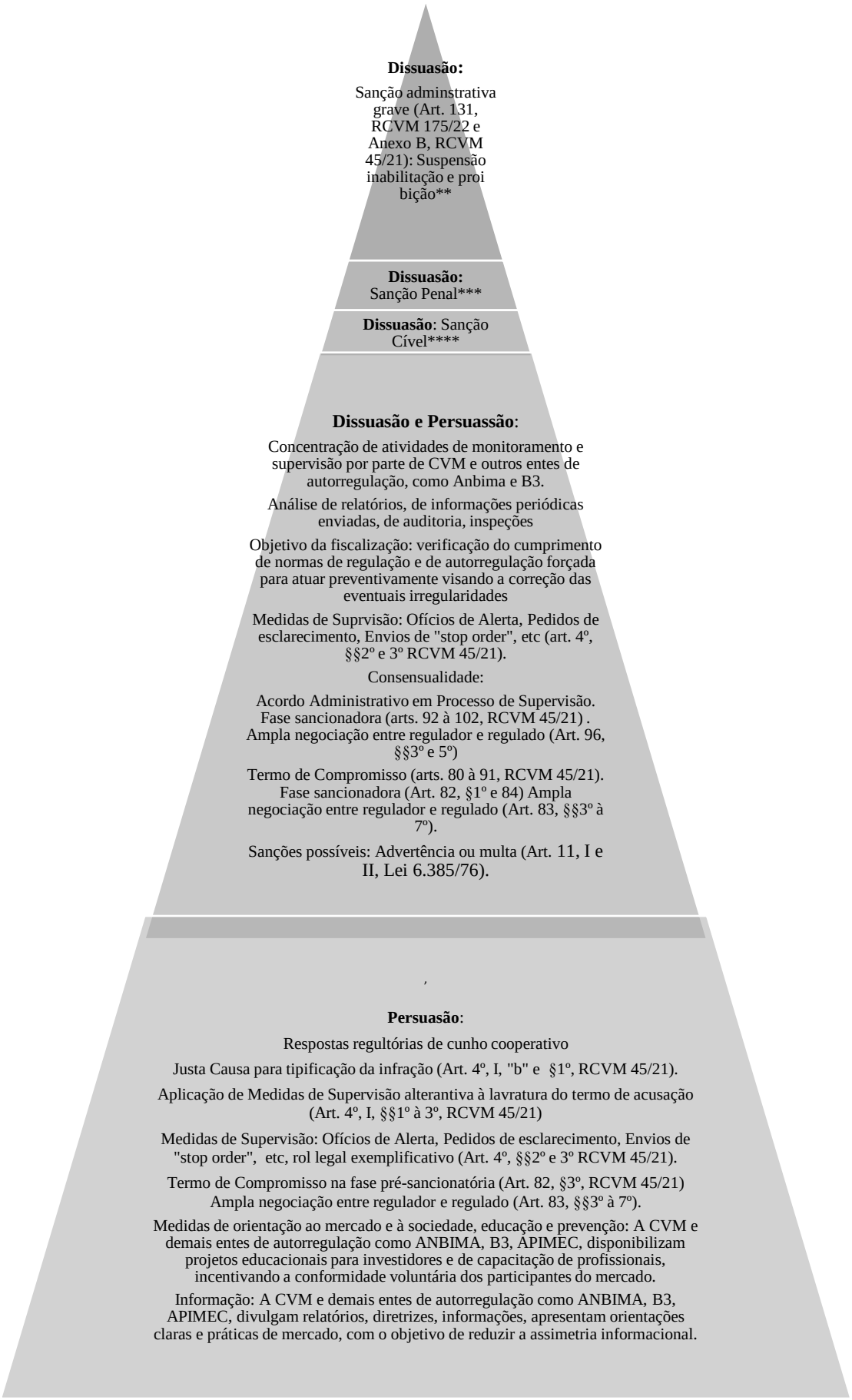
A pirâmide de constrangimentos é estruturada a partir da persuasão, com formas dialogadas, escalando sucessivamente para: formas de advertência, multa administrativa, sanção cível, sanção penal, suspensão temporária de autorização ou registro para exercício das atividades reguladas pela CVM; inabilitação temporária para exercício das atividades reguladas pela CVM, proibição temporária de praticar determinadas atividades ou operações, para os integrantes do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários, inabilitação temporária, até o máximo de 20 (vinte) anos, para o exercício de cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários.

Trataremos no Capítulo 5.5. especificamente sobre a dinâmica regulatória responsiva incidente sobre a regulação dos fundos de investimentos.

A seguir apresenta-se a pirâmide de constrangimentos direcionada para a regulação do mercado de fundos de investimento.

---

[745] Segundo Braithwaite: "*A ideia da pirâmide é que nossa intervenção deve sempre começar na base da pirâmide. Depois escalamos para abordagens mais punitivas, apenas com relutância e apenas quando o diálogo falha. Depois passar para abordagens um pouco mais punitivas apenas quando sanções mais modestas falharem. Um regulado pode escalar com uma empresa recalcitrante desde a persuasão até uma advertência, passando por penalidades civis até mesmo penalidades criminais, finalmente até uma punição de revogação de sua licença."* BRITHWAITE, Jonh. *The essence of responsive regulation*. UBC Law Review 475. 2011. Disponível em: http://johnbraithwaite.com/wp-content/uploads/2016/03/essence_responsive_regulation.pdf. Acesso em: 8 de jan de 2023.


Dissuasão:
Sanção adminstrativa grave (Art. 131, RCVM 175/22 e Anexo B, RCVM 45/21): Suspensão inabilitação e proi bição**
Dissuasão: Sanção Penal***
Dissuasão: Sanção Cível****
Dissuasão e Persuassão:
Concentração de atividades de monitoramento e supervisão por parte de CVM e outros entes de autorregulação, como Anbima e B3.
Análise de relatórios, de informações periódicas enviadas, de auditoria, inspeções
Objetivo da fiscalização: verificação do cumprimento de normas de regulação e de autorregulação forçada para atuar preventivamente visando a correção das eventuais irregularidades
Medidas de Suprvisão: Ofícios de Alerta, Pedidos de esclarecimento, Envios de "stop order", etc (art. 4º, §§2º e 3º RCVM 45/21).
Consensualidade:
Acordo Administrativo em Processo de Supervisão. Fase sancionadora (arts. 92 à 102, RCVM 45/21) . Ampla negociação entre regulador e regulado (Art. 96, §§3º e 5º)
Termo de Compromisso (arts. 80 à 91, RCVM 45/21). Fase sancionadora (Art. 82, §1º e 84) Ampla negociação entre regulador e regulado (Art. 83, §§3º à 7º).
Sanções possíveis: Advertência ou multa (Art. 11, I e II, Lei 6.385/76).
,
Persuasão:
Respostas regultórias de cunho cooperativo
Justa Causa para tipificação da infração (Art. 4º, I, "b" e §1º, RCVM 45/21).
Aplicação de Medidas de Supervisão alterantiva à lavratura do termo de acusação (Art. 4º, I, §§1º à 3º, RCVM 45/21)
Medidas de Supervisão: Ofícios de Alerta, Pedidos de esclarecimento, Envios de "stop order", etc, rol legal exemplificativo (Art. 4º, §§2º e 3º RCVM 45/21).
Termo de Compromisso na fase pré-sancionatória (Art. 82, §3º, RCVM 45/21) Ampla negociação entre regulador e regulado (Art. 83, §§3º à 7º).
Medidas de orientação ao mercado e à sociedade, educação e prevenção: A CVM e demais entes de autorregulação como ANBIMA, B3, APIMEC, disponibilizam projetos educacionais para investidores e de capacitação de profissionais, incentivando a conformidade voluntária dos participantes do mercado.
Informação: A CVM e demais entes de autorregulação como ANBIMA, B3, APIMEC, divulgam relatórios, diretrizes, informações, apresentam orientações claras e práticas de mercado, com o objetivo de reduzir a assimetria informacional.

*O Art. 131 da Resolução CVM n.º 175/2022 prevê as infrações graves praticadas no âmbito da exploração das atividades de fundos de investimento e o Art. 64 e Anexo B da Resolução CVM n.º 45/2021 preveem as infrações graves praticadas no âmbito do mercado de valores mobiliários. As infrações graves são passíveis de sanções graves, na forma do art. 11, §3º, incisos III à VIII da Lei n.º 6.385/1976.
**Os crimes ordinariamente praticados no âmbito da exploração da atividade de fundos de investimento, estão previstos na Lei Especial n.º 6.385/1976[746], no Código Penal, na Lei n.º 9.613/1998, na Lei 6.404/1976, na Lei n.º 7.492/1976.
*** As repercussões de natureza cível das infrações perpetradas no âmbito da exploração das atividades de fundo de investimento, fundamentam-se nos artigos 186, 187 e 927 do Código Civil.

As sanções administrativas resultantes de práticas de infrações administrativas de natureza grave estão previstas no Art. 11 da Lei n.º 6.385/1976, ensejam as penas de: inabilitação temporária até 20 anos para o exercício das atividades reguladas pela CVM ou para exercício da função de administrador ou conselheiro em entes regulados pela CVM, suspensão da autorização ou registro para o exercício das atividades reguladas pela CVM, proibição temporária, até o máximo de vinte anos, de praticar determinadas atividades ou operações para entes regulados pela CVM ou de atuar, direta ou indiretamente, em uma ou mais modalidades de operação no mercado de valores mobiliários (Art. 11, incisos IV a VIII, e §13 da Lei n.º 6.385/1976).[747]

A Resolução CVM n.º 45/2021 dispõe sobre o rol de infrações graves no Art. 11, incisos III a VIII da Lei n.º 6.385/1976, no Art. 1º do Anexo B, dentre os quais: I – descumprimento dos arts. 115; 116; 117; 153; 154, caput e §§ 1º e 2º; 155, caput e §§ 1º, 2º e 4º; 156, caput e § 1º; 165, caput e §§ 1º e 2º; art. 170, §§ 1º e 7º, 201; 202, caput e §§ 5º e 6º; 205, caput e § 3º; 245; 254-A, caput; e art. 273 da Lei nº 6.404, de 1976; II – descumprimento de determinação da CVM feita nos termos do art. 9º, inciso IV, da Lei

[746] Os crimes previstos na Lei n.º 6.385/1976 são: (i) crime de manipulação de mercado, previsto no art. 27-C, define a manipulação de mercado como a prática de ato tendente a criar artificialmente condições de oferta, demanda ou preço de valores mobiliários negociados no mercado, punido com pena de reclusão de 1 à 8 anos e multa; (ii) crime de *Insider training*, previsto no art. 27-D definido como prática de negociar valores mobiliários utilizando informações privilegiadas não divulgadas no mercado, resultantes do cargo, função ou profissão do agente, punido com pena de reclusão de 1 à 8 anos e multa; (iii) exercício da função de gestor de fundos, agente fiduciário ou qualquer outra função que dependa de autorização, registro ou habilitação sem dispor dessa condição, previsto no art. 27-E, com punição de detenção de 6 meses à 2 anos e multa.

[747] Na forma do Art. 11, §3º, da Lei n.º 6.385/1976: "*As penalidades previstas nos incisos IV, V, VI, VII e VIII do **caput** deste artigo somente serão aplicadas nos casos de infração grave, assim definidas em normas da Comissão de Valores Mobiliários, ou nos casos de reincidência." Dispõe o Art. 11,* §13: "Adicionalmente às penalidades previstas no **caput** deste artigo, a Comissão de Valores Mobiliários poderá proibir os acusados de contratar, por até de 5 (cinco) anos, com instituições financeiras oficiais e de participar de licitação que tenha por objeto aquisições, alienações, realizações de obras e serviços e concessões de serviços públicos, no âmbito da administração pública federal, estadual, distrital e municipal e das entidades da administração pública indireta.", dispositivo replicado no Art. 70 da Resolução CVM n.º 45/2021. Todavia, constitui ponto polêmico, sofrendo questionamentos por parte do mercado e da doutrina, no sentido de que, ainda que reflita o movimento nacional na tentativa de coibir casos de corrupção, como ocorre de forma semelhante em diversas esferas regulatórias, a aplicação da restrição pela CVM extrapolaria o âmbito seu competência, uma vez que a autarquia, nos termos da lei que a criou, teria poderes para regulamentar apenas questões relacionadas ao mercado de capitais, e não à administração pública.

nº 6.385, de 1976; III – as infrações definidas como graves nas demais normas da CVM; e IV – embaraço à fiscalização da CVM.[748]

O Artigo 131 da Instrução CVM n.º 175/2022, que dispõe sobre constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento, prevê expressamente que constituem infrações de natureza grave, para a finalidade do Art. 11, §3º da Lei n.º 6.835/1976[749], as seguintes condutas:

> I – distribuição de cotas de fundos, classes e subclasses sem registro de funcionamento na CVM;
> II – exercício de atividade não autorizada, ou contratação de terceiros não autorizados ou habilitados à prestação dos serviços contratados;
> III – não observância das disposições do regulamento;
> IV – não manter atualizados e em perfeita ordem os documentos referidos no inciso I do art. 104;
> V – descaracterização da categoria adotada pelo fundo, exceto nos fundos de investimento financeiro do tipo "Multimercado";
> VI – não observância das normas contábeis aplicáveis aos fundos;
> VII – não observância do disposto nos arts. 88, 92, 101 e 106;
> VIII – não encaminhamento da documentação do fundo pelo administrador substituído, nos termos do art. 108, § 5º;
> IX – não adoção das ações de que trata o art. 122;
> X – não divulgação de fato relevante;
> XI – não cumprimento das deliberações tomadas em assembleias de cotistas;
> XII – não comparecimento do gestor à assembleia de cotistas que for convocada para deliberar sobre a resolução de patrimônio líquido negativo;
> XIII – não monitoramento pelos prestadores de serviços essenciais das hipóteses de liquidação antecipada previstas no regulamento, dentro de suas esferas de atuação; e
> XIV – não execução dos procedimentos relacionados à liquidação da classe, conforme previstos no regulamento.

No setor central da pirâmide, alocam-se as infrações administrativas de natureza leve ou moderada (ou de menor complexidade, na redação do Anexo C da Resolução CVM n.º 45)[750], tais como aquelas previstas no Art. 11, incisos I e II da Lei

---

[748] O Art. 2º do Anexo B da Resolução CVM n.º 45 conceitua "embaraços a fiscalização da seguinte forma: "*Parágrafo único. Entende-se como embaraço à fiscalização, para os fins desta Resolução, as hipóteses em que qualquer das pessoas referidas no art. 9º, inciso I, alíneas "a" a "g", da Lei nº 6.385, de 1976, injustificadamente deixe de: I – atender, no prazo estabelecido, a intimação para prestação de informações ou esclarecimentos que houver sido formulada pela CVM; ou II – colocar à disposição da CVM os livros, os registros contábeis e documentos necessários para instruir sua ação fiscalizadora."*

[749] Art. 11, §3º, Lei n.º 6.385/1976: *"§ 3º As penalidades previstas nos incisos IV, V, VI, VII e VIII do* ***caput*** *deste artigo somente serão aplicadas nos casos de infração grave, assim definidas em normas da Comissão de Valores Mobiliários, ou nos casos de reincidência. (Redação dada pela Lei nº 13.506, de 2017)*". Os incisos citados informam as seguintes penalidades: inabilitação temporária até 20 anos para o exercício das atividades reguladas pela CVM ou para exercício da função de administrador ou conselheiro em entes regulados pela CVM, suspensão da autorização ou registro para o exercício das atividades reguladas pela CVM, proibição temporária, até o máximo de vinte anos, de praticar determinadas atividades ou operações para entes regulados pela CVM ou de atuar, direta ou indiretamente, em uma ou mais modalidades de operação no mercado de valores mobiliários.

[750] Cf. Resolução CVM n.º 45/21, Anexo C: "Art. 1º Consideram-se infrações de menor complexidade as seguintes hipóteses: (...)"

n.º 6.385/1976[751] ou no Anexo B da Resolução CVM n.º 45, para as quais cabe a imposição das sanções de advertência e/ou multa.[752]

As infrações leves ou moderadas apresentam definição por exclusão na Resolução CVM n.º 175/2022, distinguindo-se das infrações de natureza grave expressamente consignadas nos incisos do Art. 131, cujo descumprimento é passível de sanções de advertência e/ou multa. Na Resolução CVM n.º 45 dispõe, no Anexo C, restam alocadas as infrações de "menor complexidade", para as quais a sanção atribuida corresponde sanção e/ou multa e se lhes aplica o "rito simplificado".

Na base da pirâmide de constrangimento estão os instrumentos brandos, ou *soft tools*, tais como informações, orientações de conduta, protocolos, estratégias educativas, reunidos no termo genérico de instrumentos de diálogo e persuasão voltados ao perfil do regulado tendente à cooperar.[753]

O Art. 2º da Resolução CVM n.º 45/2021 consagra, dentre os princípios que devem nortear a regulação do mercado de valores mobiliários, os princípios da: eficiência, celeridade processual, finalidade, interesse público, motivação, razoabilidade, proporcionalidade e moralidade. Pode-se interpretar, a luz da regulação responsiva, que importa ao regulador do mercado de valores mobiliários, mais do que punir mediante imposição cega, desproporcional e dezarrazoada de sanções previstas em legislação, regular o setor e garantir o bom funcionamento do mercado. A sanção é matéria de gestão pública.

Entre as estratégias de persuasão na base da pirâmide de constrangimentos, aplicável ao mercado de fundos de investimento: a) medidas de supervisão; b) educação e orientação e c) informações e monitoramento.

---

[751] Cf. Art. 11, incisos I e II da Lei n.º 6.385/76: "*Art. 11. A Comissão de Valores Mobiliários poderá impor aos infratores das normas desta Lei, da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (Lei de Sociedades por Ações), de suas resoluções e de outras normas legais cujo cumprimento lhe caiba fiscalizar as seguintes penalidades, isoladas ou cumulativamente: (Redação dada pela Lei nº 13.506, de 2017) I - advertência; II - multa; (...)"*

[752] Inovação relevante trazida pela Lei n.º 13.506/2017 foi a significativa elevação do limite da multa a ser fixada pela CVM, de R$ 500.000,00 (quinhentos mil reais) para R$ 50.000.000,00 (cinquenta milhões de reais), podendo ser aumentada em até 3 (três vezes) em casos de reincidência (nos termos da atual redação do art. 11, §1º, inc. I a IV, e §2º, da Lei n.º 6.385/1976).

[753] O edital de audiência pública que antecedeu a edição da Resolução CVM n.º 607/2019, relaciona a adoção de procedimentos preventivos e orientadores à otimização da alocação dos recursos e à priorização de interesses a serem tutelados, visando o direcionamento dos recursos para "*apuração de reais infrações à legislação que lhe cabe fiscalizar*." CVM. Processo CVM SEI nº19957.006565/2017-86. Audiência Pública SDM nº 02/18. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2018/sdm0218.html. Acesso em: 1/8/2023.

a) Medidas de supervisão.

O Art. 4º, §§2º e 3º da Resolução CVM n.º 45/2021 prevê um rol exemplificativo de medidas de supervisão que podem ser adotadas pelo regulador no caso de irregularidades diagnosticadas, tais como, "ofício de alerta", "*stop orders*", a atuação prévia e coordenada de instituição autorreguladora, entre outros.

A CVM conceitua "ofícios de alerta"[754] e "*stop orders*"[755] como "*procedimentos são adotados com a finalidade de corrigir eventuais irregularidades detectadas pelas Superintendências*". Durante 2022, a CVM enviou 493 Ofícios de Alerta (123 somente no 4º trimestre) e publicou 14 "*stop orders*" (alertas ao mercado de atuação irregular).[756] Essa quantidade de medidas de supervisão aplicadas indica que a CVM tem utilizado os meios de supervisão em lugar das acusações formais nos casos de infrações de menor potencial ofensivo ao mercado de valores mobiliários, o que estaria em sintonia com a alocação eficiente de recursos em processos sancionadores para apuração das infrações mais graves.[757]

---

[754] Através dos "ofícios de alerta", a CVM "comunica irregularidades que não justificam a instauração de Inquérito Administrativo ou o oferecimento de Termo de Acusação. Tem cunho educativo e notifica sobre desvio observado e, se for o caso, determina prazo para a correção do problema sem a abertura de procedimento sancionador. CVM. Relatório de atividade sancionadora da CVM: 4º trimestre de 2022 e compilado do ano. Disponível em: https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/cvm-divulga-nova-edicao-do-relatorio-de-atividade-sancionadora. Acesso em: 1/8/2023.

[755] A CVM conceitua a "*stop orders*", como "medida de natureza cautelar, com o objetivo de prevenir ou corrigir situações anormais de mercado detectadas pela Autarquia. Por isso, não deve se confundir com a penalização das pessoas indicadas. No caso de infrações, a penalização exige a conclusão de processo administrativo sancionador com decisão condenatória". CVM. Relatório de atividade sancionadora da CVM: 4º trimestre de 2022 e compilado do ano. Disponível em: https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/cvm-divulga-nova-edicao-do-relatorio-de-atividade-sancionadora. Acesso em: 1/8/2023.

[756] CVM. Relatório de atividade sancionadora da CVM: 4º trimestre de 2022 e compilado do ano. Disponível em: https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/cvm-divulga-nova-edicao-do-relatorio-de-atividade-sancionadora. Acesso em: 1/8/2023.

[757] Julia Damasco Franco, Frederico Calmon Nogueira da Gama, Vitor de Andrade Szmarag, após análise da crescente atividade de supervisão da CVM em 2022 e dos processos sancionadores julgados pela CVM no ano de 2022, concluíram que: "*...um dos efeitos esperados da aplicação de filtros mais rigorosos e da maior utilização de meios alternativos de supervisão seria que a área técnica da CVM concentrasse maiores esforços, tempo e recursos em uma quantidade menor de casos, com ênfase naqueles de maior expressividade e gravidade. Com isso, o esperado seria que as superintendências fossem capazes de elaborar acusações mais robustas e bem fundamentadas, construindo teses que fossem mais suscetíveis à posterior validação pelo Colegiado da CVM. No entanto, os dados indicam que os percentuais de absolvições, extinções de punibilidade e de advertências aplicadas vem aumentando ao longo dos últimos anos, o que nos parece ir na contramão do racional de maior robustez, dedicação e fundamentação das acusações formuladas. A média de absolvições observadas entre 2018e 2021, inclusive, supera em quase 10% a média de 2014 a 2017 (período anterior à vigência da Lei n.º 13.506).*" FRANCO, Julia Damasco; GAMA, Frederico Calmon Nogueira da; SZMARAG, Vitor de Andrade. Processo Sancionador nos mercados financeiro e de capitais, coord. Gustavo Machado Gonzalez. São Paulo: Thomson Reuters Brasil. 2023.

A resposta regulatória passa a assumir um caráter mais coercitivo à medida que escala em direção ao ápice da pirâmide. A depender do comportamento e perfil do regulado (vide pirâmide de perfil do regulado), da finalidade regulatória (vide pirâmide de finalidade regulatória) e da estratégia de regulação (vide pirâmide de estratégias regulatórias), a abordagem pode ser alterada para mais interventiva, incluindo mais fiscalização e levando a aplicação de medidas mais duras, subindo de setor na pirâmide de constrangimentos, incluindo a possibilidade de suspensão, proibição e/ou inabilitação do regulado, na forma do art. 11, §3º, incisos III a VIII da Lei 6.385/1976, nos casos de infração administrativa de natureza grave previstas na Resolução CVM n.º 175/2022 e Anexo B da Resolução CVM n.º 45/2021.

b) Educação e orientação.

Em seu papel de regulação, a CVM apresenta como finalidade geral, na forma do Art. 2º, incisos I a IV do seu Regimento Interno veiculado na Resolução n.º 24 de 5 de março de 2021: (i) estimular a formação de poupança e a sua aplicação em valores mobiliários; (ii) promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações, (iii) assegurar o funcionamento eficiente do mercado e (iv) proteção dos investidores contra: emissões irregulares de valores mobiliários; atos ilegais de administradores e acionistas controladores das companhias abertas ou de administradores de carteira de valores mobiliários e uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários.

Neste cenário, a educação financeira percebe-se como complemento à proteção financeira do investidor, como estratégia de regulação e como política destinada a reforçar o acesso financeiro e a inclusão social[758], motivo pelo qual as ações de educação financeira voltadas aos investidores tem sido promovidas massivamente, direta e indiretamente, pela própria Autarquia, por meio da Superintendência da Proteção e Orientação aos Investidores (SOI) ou em parceria com terceiros.

A educação financeira é definida pela OCDE como:

> A educação financeira é o processo pelo qual consumidores/investidores financeiros aprimoram sua compreensão sobre produtos, conceitos e riscos financeiros e, por meio de informação, instrução e/ou aconselhamento objetivo, desenvolvem as habilidades e a confiança para se tornarem mais conscientes de riscos e oportunidades financeiras, a fazer escolhas informadas,

[758] OCDE. Advancing National Strategies for Financial Education. Disponível em: https://www.oecd.org/finance/financial-education/G20_OECD_NSFinEd_Summary.pdf. Acesso em: 16 de junho de 2023.

> a saber onde buscar ajuda, e a tomar outras medidas efetivas para melhorar seu bem-estar e sua proteção financeira.[759]

Em 2016, a CVM firmou parceria com a OCDE e passou a abrigar a sede do Centro CVM/OCDE de Educação e Letramento Financeiro para a América Latina e Caribe, o único fora da Europa, o qual está integrado à Rede Internacional de Educação Financeira (INFE – OCDE).[760]

Políticas de educação financeira são reconhecidas, atualmente, como uma prioridade internacional, tendo sua importância institucionalizada pelos líderes do G-20, ao aprovar, em 2012, *High Level Principles on National Strategies* da INFE.[761]

Com relação às iniciativas de educação continuada, a CVM, desde 1998, via Programa de Orientação ao Investidor - PRODIN, aplica recursos na implementação de projetos, publicações e atividades de educação financeira com o objetivo de estimular a formação de poupança, sua aplicação consciente e a disseminação correta de informações sobre o mercado de valores mobiliários, bem assim para fomentar a mudança de cultura, no sentido de aumentar o planejamento financeiro e o grau de conhecimento do investidor pessoa física.

Em 2022, a CVM aprovou a "Política de Educação Financeira da CVM", resultante da Portaria CVM/PTE/Nº 91, que organiza as atividades voltadas para educação financeira do investidor, conduzidas pela Superintendência de Orientação e Proteção ao Investidor (SOI), considerando que o letramento financeiro[762] tem sido cada vez mais reconhecido como uma importante habilidade individual para enfrentar adversidades, segundo dados da OCDE.[763]

---

[759] OCDE. Princípios de alto nível da INFE para avaliação de educação financeira. Disponível em: https://www.oecd.org/financial/education/oecd-infe-high-level-principles-for-the-evaluation-of-financial-education-programmes-portuguese.pdf. Acesso em: 11 de jan de 2023.

[760] A OCDE criou a rede International Network of Financial Education – INFE, em 2008, para promover e facilitar a cooperação entre os formuladores de políticas públicas e outras partes interessadas em questões de educação financeira em nível internacional. Atualmente, mais de 200 instituições públicas em mais de 90 países se uniram à rede. OCDE. Princípios de alto nível da INFE para avaliação de educação financeira. Disponível em: https://www.oecd.org/financial/education/oecd-infe-high-level-principles-for-the-evaluation-of-financial-education-programmes-portuguese.pdf. Acesso em: 11 de jan de 2023.

[761] Disponível em: https://www.oecd.org/finance/financial-education/OECD-INFE-Principles-National-Strategies-Financial-Education.pdf. Acesso em: 15 de junho de 2023.

[762] Letramento financeiro é definido como "uma combinação de consciência financeira, conhecimento, habilidades, atitudes e comportamentos necessários para tornar decisões financeiras sólidas e, finalmente, alcançar o bem-estar financeiro individual". Atkinson, A. and F. Messy (2012), "Measuring Financial Literacy: Results of the OECD / International Network on Financial Education (INFE) Pilot Study", *OECD Working Papers on Finance, Insurance and Private Pensions*, No. 15, OECD Publishing, Paris, https://doi.org/10.1787/5k9csfs90fr4-en, p. 13.

[763] Disponível em: https://www.oecd.org/daf/fin/financial-education/OECD-INFE-Principles-National-Strategies-Financial-Education.pdf. Acesso em: 15 de junho de 2023.

A fase atual do desenvolvimento do mercado brasileiro conta com um aumento exponencial do número de investidores pessoas físicas, que representam atualmente 17% do total de recursos investidos em *equity* na B3.[764] Só em renda variável, o número passou de um milhão de contas, em 2019, para cinco milhões de contas em 2022, segundo pesquisa realizada pela B3. O mesmo avanço ocorre com o número de investidores em renda fixa, que avançou para dez milhões de investidores em dezembro de 2021.[765]

Percebe-se uma alteração do público investidor, em termos quantitativos (aumento exponencial do número de investidores), mas também em termos qualitativos. Os investidores não apresentam um perfil uniforme e estático, são diagnosticados investidores atuantes em diferentes segmentos do mercado e com objetivos diversos. Também diversa é a perspectiva de prazo e de volume de investimento, características estas que estão em constantes transformações ao longo do tempo.

A partir de estudo realizado pela B3[766], o "novo investidor" apresenta um perfil jovem e com posições menores, porém mais diversificadas em número e classe de ativos, movimento propiciado pelo uso de *smartphones* e aplicativos que, por um lado, permitiram o acesso de mais investidores ao mercado, mas por outro, os tornou alvos fáceis para novos tipos de fraudes, exigindo seleção de informações em meio a uma massa de materiais disponibilizados por diversas fontes, muitas vezes incompletos ou equivocados. A distribuição geográfica e de gênero dos investidores também sofre periódicas alterações. Atualmente, acompanha-se maior crescimento nas regiões Norte, Nordeste e Centro-Oeste, além da participação crescente do público feminino. Muitos investidores demonstram preocupações com os aspectos ASG (Ambiental, Social e Governança) no processo de tomada de decisão, mas sem muito conhecimento para pesquisar as informações sobre os investimentos através de fontes confiáveis.

Neste contexto, CVM e autorregulação (Anbima e B3) tem investido massivamente em programas de educação financeira e informações destinadas aos investidores, mas também aos profissionais atuantes no setor, como medida preventiva e de disseminação e aprimoramento de cultura, especialmente, a partir dos investidores e

---

[764] Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/noticias/5-milhoes-de-contas-de-investidores.htm. Acesso em: 15 de junho de 2023.
[765] Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/noticias/5-milhoes-de-contas-de-investidores.htm. Acesso em: 16 de junho de 2023.
[766] Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/noticias/5-milhoes-de-contas-de-investidores.htm. Acesso em: 16 de junho de 2023.

dos profissionais ou instituições que oferecem segurança e credibilidade ao mercado, os chamados "*gatekeepers*". Iniciativas de destaque na área de educação financeira decorrem da atuação da "CVM Educacional"[767] na maior parte das redes sociais[768] para disseminação de programas de educação financeira e de investidores.

No sítio eletrônico da CVM, via acesso do "Portal do Investidor", a CVM oferece: "Calculadora do Investidor"; que é uma ferramenta para simular operações financeiras auxiliando o investidor no processo de tomada de decisão consciente no ato de investir[769]; e, através do ícone "Publicações", o usuário é conduzido a uma página com uma série de ícones de cunho educacional e informacional, dentre os quais destacam-

[767] Na forma da cláusula 4.1.2. da Política de Educação Financeira da CVM, "*As ações de educação financeira e de investidores promovidas pela autarquia se darão sob a coordenação da Superintendência de Proteção e Orientação ao Investidores (SOI), que contará com apoio da Divisão de Educação Financeira (COE) e do Centro de Estudos Comportamentais e Pesquisa (CECOP), sob o signo CVM EDUCACIONAL. As ações sob o signo CVM EDUCACIONAL utilizarão logomarca própria e distinta dos signos institucionais da autarquia.". Disponível em: https://www.in.gov.br/en/web/dou/-/portaria-cvm/pte/n-91-de-6-de-julho-de-2022-413737783. Acesso em: 16 de junho de 2023.*

[768] Atualmente, a CVM Educacional atua nas seguintes mídias digitais: incluindo: Instagram, Linkedin, TikTok, Facebook, Youtube, Twitter, www.vidaedinheiro.investidor.gov.br, www.portaldoinvestidor.gov.br, www.pensologoinvisto.cvm.gov.br, http://bemestarfinanceiro.investidor.gov.br/, http://www.edufinanceiranaescola.gov.br/ (em parceria com o MEC), Whatsapp, Telegram, Spotify.

[769] A calculadora do investidor simula operações financeiras, como: (i) capitalização, atualização monetária, financiamento, aplicação, cálculo de PU (preço unitário) de alguns instrumentos financeiros, e desconto racional composto, utilizando as funções financeiras (PMT, VP, VF, n, i), seguindo convenção universal de entrada e saída de fluxos de caixa; (ii) computa a Taxa Interna de Retorno e o Valor Presente Líquido de fluxos de caixa não homogêneos; (iii) simular financiamentos pelos métodos Price (sistema francês de amortização) e SAC (Sistema de Amortizações Constantes), sendo possível visualizar, para cada prestação: o valor do pagamento periódico, os juros da parcela, a amortização e o saldo devedor; (iv) computa somatórios e realizar orçamentos domésticos (receitas e despesas, agrupadas por categoria); (v) computa produtórios de fatores (por exemplo, para calcular acréscimos ou descontos sucessivos, índices de atualização de preços, etc). disponível em: https://www.gov.br/investidor/pt-br/ferramentas/calculadora-do-investidor. Acesso em: 16 de junho de 2023.

se:(i) “Alertas”[770]; (ii) “Boletins”[771]; (iii) “Cadernos”[772]; (iv) “Guias”[773]; (v) “Cartilhas”[774]; (vi) “CVM Comportamental”[775]; (vi) “CVM Sustentável”[776]; (vii) “Livro CVM”.

A Anbima, por sua vez, apresenta uma série de cursos voltados para o investidor (“Planeje sua liberdade”) e para os profissionais atuantes no setor,

[770] A Série Alertas é um material educacional produzido pela CVM para tratar de temas controversos com potencial de fazer com que os investidores tomem decisões de investimento equivocadas, pela falta de acesso a informações isentas e imparciais. Neste caso, a CVM desenvolve material para ajudar o investidor a tomar decisões conscientes e informadas. Atualmente, a CVM apresenta, na série Alertas, material sobre: criptoativos e Mercado Forex (Foreign Exchange Market) é um conjunto das operações envolvendo trocas entre moedas dos diversos países do mundo. Fazem parte desse mercado todos os governos, bancos, empresas e indivíduos que transacionam moedas (por exemplo, troca de reais por dólares). Também se insere nesse mercado o investimento em ativos que tenham o seu valor ou rendimento vinculado de alguma forma ao valor de moedas estrangeiras. Disponível em: https://www.gov.br/investidor/pt-br/educacional/publicacoes-educacionais/alertas. Acesso em: 16 de junho de 2023.

[771] A série “Boletim de Proteção do Consumidor Investidor CVM/DPDC” constitui publicação inserida no âmbito do acordo de cooperação firmado entre a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e a Secretaria Nacional do Consumidor (SENACON), do Ministério da Justiça, por meio do Departamento de Proteção e Defesa do Consumidor (DPDC), que tem como objetivo principal a colaboração das duas entidades na proteção e orientação aos investidores. Atualmente, constam boletins sobre os seguintes temas: “riscos”, “investimentos irregulares”, “fundos 157”, “planos de expansão de telefonia”, “O investimento em Condo-hoteis”, entre outros. Disponível em: https://www.gov.br/investidor/pt-br/educacional/publicacoes-educacionais/boletins. Acesso em: 16 de junho de 2023.

[772] A série “Cadernos CVM” aborda assuntos considerados de grande relevância para o público investidor. As publicações oferecem uma abordagem mais detalhada sobre cada um dos temas. Atualmente, seguem temas como: “O que é a CVM”, “Fundos de Investimento”, “Negociações On Line”, “Fundos de Investimento Imobiliários”, “Mercado de Balcão”, “Mercado de Derivativos”, “Crowfunding de investimento”, “Day trade”, entre outros. Disponível em: https://www.gov.br/investidor/pt-br/educacional/publicacoes-educacionais/cadernos. Acesso em: 16 de junho de 2023.

[773] A série “Guias CVM do Investidor” apresenta, em uma linguagem simples e didática, orientação sobre as principais características e o funcionamento de assuntos de importância para o mercado. Atualmente, estão disponibilizados assuntos como: “Guia CVM como funciona a Bolsa”, “Guia CVM de Mecanismos de ressarcimento de prejuízos”, “Guia de planejamento financeiro”, “Guia de fundo de investimento imobiliário”, Guia de Suitability”. Disponível em: https://www.gov.br/investidor/pt-br/educacional/publicacoes-educacionais/guias. Acesso em: 16 de junho de 2023.

[774] Na série “Cartilhas” a CVM, em parceria com a FGV Direito Rio - CVM, apresenta cartilhas sobre assuntos variados, oferecendo material didático e detalhado sobre assuntos de interesse do investidor e dos profissionais atuantes no mercado. Alguns temas tratados nas Cartilhas são: “Negócios Diretos Intencionais e Ofertas RLP”, “Cartilha CEPAC”, “Cartilha do Investimento Coletivo: Orientações a investidores e gestores. Equity Crowdfunding no Brasil Hoje”, “Cartilha do Crowdfunding de Investimento à luz da Instrução CVM nº 588/2017” e “Mercado de Capitais para Pequenas e Médias Empresas”. Disponível em: https://www.gov.br/investidor/pt-br/educacional/publicacoes-educacionais/cartilhas. Acesso em: 16 de junho de 2023.

[775] A série de publicações educacionais “CVM Comportamental”, é direcionada para alertar o cidadão sobre os erros sistemáticos mais comuns que podem ser cometidos em função das heurísticas empregadas ou de outros fatores estudados pelas ciências comportamentais no âmbito da tomada de decisões relativas a investimento. Atualmente, há três publicações: “vieses do poupador”, “vieses do Investidor” e “vieses do consumidor”. Disponível em: https://www.gov.br/investidor/pt-br/educacional/publicacoes-educacionais/cvm-comportamental; Acesso em: 16 de junho de 2023.

[776] Na série CVM Sustentável, a CVM disponibiliza materiais sobre a análise dos impactos de investimentos, dentre os quais: “O impacto de seus investimentos”, “A relação entre investimento e meio ambiente” e “Os aspectos sociais, ambientais e de governança (ESG) e a transparência do mercado de capitais”. Disponível em: https://www.gov.br/investidor/pt-br/educacional/publicacoes-educacionais/cvm-sustentavel. Acesso em: 16 de junho de 2023.

categorizados por assuntos de interesse.[777] A B3, no respectivo sítio eletrônico, apresenta, através do ícone "B3", diversas modalidades de material de cunho educacional e informacional, ganhando destaque o "Hub de educação financeira."[778]

c) Informação e monitoramento.

Nos termos do Art. 2º incisos IV, alínea "c" e VI do Regimento Interno da CVM veiculado na Resolução n.º 24 de 5 de março de 2021, em sua função regulatória, a Autarquia apresenta, como finalidade geral, "assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados" e promover a proteção dos investidores contra "o uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários".

O acesso à informação necessária, clara, completa e verídica é também condição para consecução das demais finalidades da CVM dispostas nos incisos do Art 2º da Resolução CVM n.º 24: promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações, e estimular as aplicações permanentes em ações (Inciso II), assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados da bolsa e de balcão (inciso III), proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra emissões irregulares de valores mobiliários e atos ilegais de administradores e acionistas controladores das companhias abertas, ou de administradores de carteira de valores mobiliários (Inciso IV) e assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários. Apenas com acesso à informação adequada é possível a tomada de decisão consciente e justa do investidor, assegurando práticas comerciais equitativas.

Na seara de informações, a CVM disponibiliza: (i) um aplicativo CVM, para dispositivos móveis, com a intenção de disseminar informações essenciais aos

---

[777] A Anbina cataloga os cursos oferecidos gratuitamente nos seguintes temas: "Entenda o mercado financeiro", "Iniciando com produtos e serviços", "Relações com o cliente – explore seus objetivos", "Formação serviços qualificados", "Coloque o risco ao seu favor", "Fundos". Disponível em: https://cursos.anbima.com.br/app/home. Acesso em: 16 de junho de 2023.

[778] O *hub* de educação financeira da B3 agrega e organiza o conteúdo de cunho educacional e informacional, produzido por parceiros, clientes e academia, com o objetivo de disponibilizar ao investidor material de educação financeira. O hub foi lançado em abril de 2020 e conta com 400 conteúdos e 100 mil usuários cadastrados totalizando 420 mil acessos. Os conteúdos mais acessados tratam de temas como o funcionamento da bolsa, do mercado de ações e sobre organização financeira. O acesso ao conteúdo é possível através do site https://edu.b3.com.br/.

cidadãos[779]; (ii) "Consulta de Companhias"[780]; (iii) "Consulta de Fundos"[781], visando facilitar o acesso de informações importantes no processo de tomada de decisão do investidor.

É preciso ainda que o regulador monitore o obrigatório envio de informações pelos regulados, bem assim, a adequação e veracidade dessas informações disponibilizadas.

O ente de autorregulação Anbima adota um modelo de supervisão baseada em risco ("SBR") segundo o qual fatores de risco como: histórico de supervisão, penalidades aplicadas, controles internos, "tamanho" da instituição, entre outros, são organizados em uma matriz de risco (impacto/probabilidade) visando determinar a supervisão de cada instituição participante. As modalidades de supervisão adotadas são: (i) direta: *in loco*, voltada para verificação de controles e processos internos e estrutura organizacional; (ii) indireta qualitativa: Checagem de documentos formais, de manuais e declarações formulados para a Supervisão, verificação de relatórios periódicos; (iii) indireta quantitativa: a partir de base de dados e filtros estatísticos para monitoramento do comportamento dos indicadores; (iv) temática/episódica: Verificação de números ou informações sobre determinada operação, produto ou negócios em um período.[782]

A CVM publica para cada biênio o Mapa de Riscos, diagnóstico baseado na supervisão baseada em riscos[783], considerados como prioritários, pela Autarquia, no

---

[779] O Aplicativo CVM disponibiliza, de forma rápida: informações cadastrais de todos os participantes de mercado castrados na CVM; Informes e notificações de protocolo das Companhia Abertas; e Informes e notificações de protocolo dos Fundos de Investimentos. Disponível em: https://www.gov.br/investidor/pt-br/ferramentas/app-cvm. Acesso em: 16 de junho de 2023.

[780] A CVM disponibiliza as informações apresentadas pelas companhias abertas e enviadas à CVM, relacionadas a: dados da abertura da companhia, informações periódicas e eventuais e consulta da companhia. Disponível em: https://www.gov.br/investidor/pt-br/ferramentas/consulta-a-companhias. Acesso em: 16 de junho de 2023.

[781] A CVM disponibiliza as informações apresentadas pelos fundos e enviadas à CVM, relacionadas a: consulta por nome e CNPJ de fundos, consulta por tipo de documento e dados abertos de fundos de investimento. Disponível em: https://www.gov.br/investidor/pt-br/ferramentas/consulta-a-fundos. Acesso em: 16 de junho de 2023.

[782] ANBIMA. Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para Administração de Recursos de Terceiros. Disponível em: https://www.anbima.com.br/data/files/18/96/4B/BE/4D6EA6103DCFCDA678A80AC2/codigo_de_Administracao_de_Recursos_de_Terceiros_23_05_19_versao%20marcada.pdf. Acesso em: 11 de jan de 2024.

[783] Segundo a CVM, as supervisões por demanda, de natureza reativa, têm paulatinamente substituído as supervisões de rotina, de natureza preventiva, por razões de escassos recursos financeiros, de pessoal e tecnológicos da Autarquia que atuam como fatores limitadores ao trabalho de supervisão. Neste cenário, a supervisão baseada em riscos se mostra mais eficiente e eficaz pois se adequa a necessidade de aplicação racional dos recursos públicos disponíveis, e tem objetivo garantir um crescimento progressivo, robusto e saudável aos mercados de valores mobiliários. O Presidente da Autarquia, sr. João Pedro Nascimento, assevera, logo na "Apresentação" do "Mapa de Riscos" do Biênio 2023-2024, que a supervisão baseada em riscos, também se justifica como consequência da conjugação entre os fatores limitadores da atividade de supervisão acima relatados e o crescimento dos mercados supervisionados pela CVM. Disponível em:

âmbito de seu macroprocesso de supervisão, bem como dissemina informações sobre as principais ações planejadas para o tratamento destes riscos.

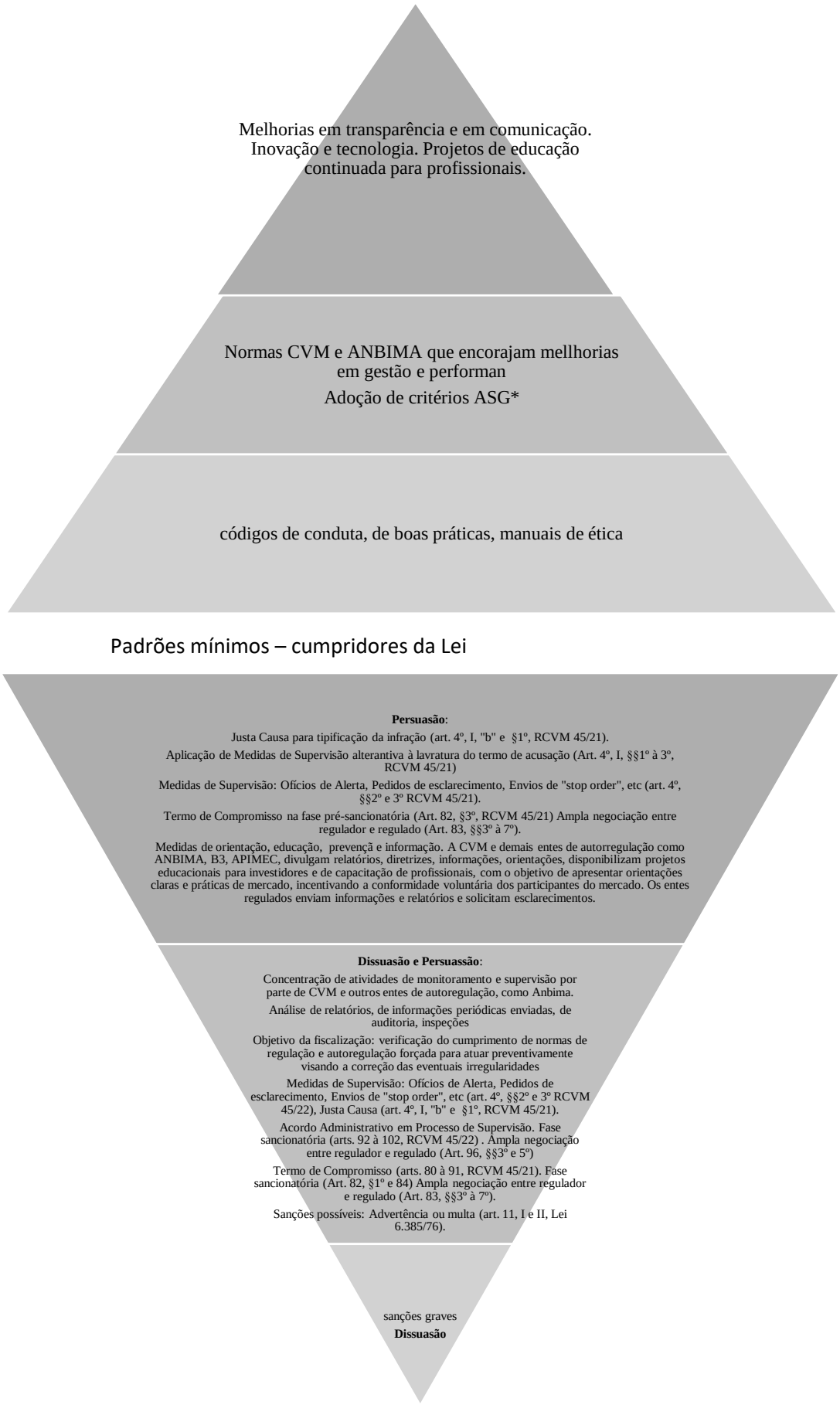
Os riscos prioritários eleitos para o Biênio 2023-2024, estão representados pelos: (i) riscos já diagnosticados no biênio anterior (2021-2022) relativos ao mercado marginal, às transações com partes relacionadas e à prevenção e combate à lavagem de dinheiro e ao financiamento ao terrorismo e proliferação de armas de destruição de massa – PLD/FTP, dentre outros (ii) riscos relativos a trabalhos de auditoria; (iii) novos riscos considerados representados por três supervisões temáticas: iii.i) riscos de influenciadores digitais, iii.ii) riscos de governança em ações ESG/ASG no mercado de valores mobiliários, e iii.iii) riscos de ofertas não registradas de *security tokens* distribuídos por grandes corretoras de criptoativos.

5.3.4. Diamante Regulatório

Como vertente evolutiva da teoria da regulação responsiva apresenta-se o diamante regulatório, representado por duas pirâmides posicionadas em forma de um diamante, com a proposta de ampliar o conceito de regulação, incluindo a referência ao comportamento para além da conformidade (*beyond compliance)*.

---

https://www.gov.br/cvm/pt-br/acesso-a-informacao-cvm/acoes-e-programas/plano-de-supervisao-baseada-em-risco/2023-2024/Plano%20Bienal%20CVM%20SBR%202023-2024. Acesso em: 14 de junho de 2023.


Melhorias em transparência e em comunicação. Inovação e tecnologia. Projetos de educação continuada para profissionais.
Normas CVM e ANBIMA que encorajam mellhorias em gestão e performan
Adoção de critérios ASG*
códigos de conduta, de boas práticas, manuais de ética
Padrões mínimos – cumpridores da Lei
Persuasão:
Justa Causa para tipificação da infração (art. 4º, I, "b" e §1º, RCVM 45/21).
Aplicação de Medidas de Supervisão alterantiva à lavratura do termo de acusação (Art. 4º, I, §§1º à 3º, RCVM 45/21)
Medidas de Supervisão: Ofícios de Alerta, Pedidos de esclarecimento, Envios de "stop order", etc (art. 4º, §§2º e 3º RCVM 45/21).
Termo de Compromisso na fase pré-sancionatória (Art. 82, §3º, RCVM 45/21) Ampla negociação entre regulador e regulado (Art. 83, §§3º à 7º).
Medidas de orientação, educação, prevenção e informação. A CVM e demais entes de autorregulação como ANBIMA, B3, APIMEC, divulgam relatórios, diretrizes, informações, orientações, disponibilizam projetos educacionais para investidores e de capacitação de profissionais, com o objetivo de apresentar orientações claras e práticas de mercado, incentivando a conformidade voluntária dos participantes do mercado. Os entes regulados enviam informações e relatórios e solicitam esclarecimentos.
Dissuasão e Persuassão:
Concentração de atividades de monitoramento e supervisão por parte de CVM e outros entes de autoregulação, como Anbima.
Análise de relatórios, de informações periódicas enviadas, de auditoria, inspeções
Objetivo da fiscalização: verificação do cumprimento de normas de regulação e autoregulação forçada para atuar preventivamente visando a correção das eventuais irregularidades
Medidas de Supervisão: Ofícios de Alerta, Pedidos de esclarecimento, Envios de "stop order", etc (art. 4º, §§2º e 3º RCVM 45/22), Justa Causa (art. 4º, I, "b" e §1º, RCVM 45/21).
Acordo Administrativo em Processo de Supervisão. Fase sancionatória (arts. 92 à 102, RCVM 45/22) . Ampla negociação entre regulador e regulado (Art. 96, §§3º e 5º)
Termo de Compromisso (arts. 80 à 91, RCVM 45/21). Fase sancionatória (Art. 82, §1º e 84) Ampla negociação entre regulador e regulado (Art. 83, §§3º à 7º).
Sanções possíveis: Advertência ou multa (art. 11, I e II, Lei 6.385/76).
sanções graves
Dissuasão

- ASG: consideram-se investimentos ASG aqueles que financiam algum setor, empresa ou projeto que foque em questões (A)mbientais, (S)ociais ou de (G)overnança, tais como: uso sustentável de recursos naturais, emissão de carbono, eficiência energética, tecnologia limpa, política de inclusão e diversidade racial e de gênero, direitos humanos, transparência, ética, políticas e relações de trabalho, proteção de dados, independência do conselho das companhias, diversidade na composição do Conselho de Administração, observância dos ODS, dentre outros.[784]

A partir do diamante regulatório se pretende que o regulador adote também métodos e mecanismos de incentivo aos regulados que visem a estimular a atuação para além de padrões de conformidade normativa de conduta voltados à satisfação de objetivos regulatórios.

Uma das consequências da teoria da regulação responsiva aspiracional está em revelar a possibilidade de estimular a melhoria nas normas padrão de regulação, a partir da modelagem aspiracional, caso em que uma agência reguladora acaba incorporando a regulação aspiracional em seu regime, ao lado das técnicas tradicionais de regulação de conformidade.

Outra consequência positiva resultante da inclusão da regulação aspiracional no modelo regulatório é que ela impõe a necessidade de que o regulador apresente, com clareza, os objetivos abrangentes do regime regulatório. A aplicação do diamante demonstra que a mera satisfação das prescrições das normas legais não é (quase sempre) um ponto final da relação regulatória.

Como iniciativas possíveis de incluir na pirâmide aspiracional, no âmbito da exploração da atividade de fundos de investimento no mercado de valores mobiliários brasileiro, destacamos: (i) comprometimento do fundo com os padões ASG – Ambiental, Social e de Governança. Todavia, é preciso destacar que, atualmente, a denominação "verde" ou "sustentável" do título se dá por autodeclaração do emissor ou por avaliação de terceiro independente (auditor), sendo necessário que o investidor investigue se o emissor do título, de fato, observa princípios e padrões amplamente difundidos no

[784] Como não existe um selo ou classificação padrão para "investimentos ASG", a educação do investidor para se familiarizar não só em termos conceituais, mas também com as ferramentas que o auxiliem a buscar informações sobre a adoção de políticas ASG pelas empresas, ainda é a melhor alternativa para evitar que ele seja alvo de *greenwashing*, situações em que empresas criam uma falsa aparência de sustentabilidade, sem necessariamente aplicá-la na prática. Apesar de não haver uma taxonomia oficial, existem alguns parâmetros difundidos no mercado a serem observados pelos emissores de títulos a fim de que esses sejam elegíveis à denominação verde, social ou sustentável. A *International Capital Market Association* (ICMA) propõe a observância de quatro princípios: a) o uso dos recursos deve ser canalizado para projetos com benefícios ambientais e/ou sociais; b) deve haver um processo de avaliação e seleção de projetos; c) deve estar clara a forma de gestão e alocação dos recursos; d) devem ser emitidos relatórios de comunicação da performance (incluindo *Key Performance Indicators* – KPIs). Disponível em: https://www.gov.br/investidor/pt-br/educacional/publicacoes-educacionais/cvm-sustentavel/volume-1-o-impacto-dos-seus-investimentos.pdf/view. Acesso em: 16 de junho de 2023.

mercado e se o projeto se alinha de fato a eles; (ii) implementação de estrutura de educação continuada e com dinâmica inovadora, eficiente e eficáz para qualificar constantemente os profissionais atuantes no fundo, com adoção de testes de conhecimento periódicos e capazes de impactar em suas avaliações para fins de promoção e/ou remuneração; (iii) controle e divulgação objetiva e transparente de resultados de gestão, resultados, produção e metas não obrigatórios, (iv) inclusão de estratégia de análise de impacto de resultados das atividades exploradas e utilização dessa análise para construção de novos processo, modelos de gestão e aprendizagem; (v) implementação de manual de boas práticas e manual de ética para uso interno; e (vi) disponibilização de canal de ouvidoria e/ou compliance internos para gestão de assuntos internos.

5.4. Microssistema legislativo relativo à atividade sancionadora administrativa da regulação do mercado de valores mobiliários brasileiro sob perspectiva da regulação responsiva.

Adota-se o termo microssistema legislativo sancionador regulatório para designar o conjunto de leis e regulamentos relevantes e incidentes diretamente sobre a atividade sancionadora de regulação CVM, formando um sistema menor dentro do sistema legal.

Importa para a compreensão e aplicação do Direito Adminstrativo Sancionador Regulatório no mercado de valores mobilários a interpretação sistemática das seguintes normas: Lei n.º 13.848/2019 (Lei que dispõe sobre a gestão, a organização, o processo decisório e o controle social das agências reguladoras), Lei n.º 9.784/1999 (Lei que regula o processo administrativo no âmbito da Administração Pública Federal), Decreto n.º 4.657/1942 (Lei de Introdução às Normas do Direito Brasileiro), Lei n.º 13.874/2019 (Lei que institui a Declaração de Direitos de Liberdade Econômica; estabelece garantias de livre mercado), Decreto Federal n.º 10.411/2020 (Decreto que regulamenta a análise de impacto regulatório), Lei 9.986/2000 (Lei que dispõe sobre a gestão de recursos humanos das Agências Reguladoras), Decreto n.º 9.203/2017 (Decreto que dispõe sobre a política de governança da administração pública federal direta, autárquica e fundacional), além das leis específicas incidentes sobre o mercado de valores mobiliários: Lei n.º 6.385/1976, Lei n.º 13.506/2017, Resolução CVM n.º 24/2021 (Resolução que Aprova o Regimento Interno da Comissão de Valores Mobiliários), Resolução CVM n.º 67/2022 (Resolução que dispõe sobre o processo de normatização da CVM) Resolução n.º 45/2022, Resolução n.º 52/.21 (Resolução que institui o Sistema de

Governança e Gestão CVM) e Resolução n.º 53/21 (Resolução que dispõe sobre o Sistema Integrado de Gestão de Riscos da CVM).

Identificamos de qual forma o microssistema legislativo sancionador regulatório brasileiro comporta princípios[785], regras e dispositivos que se alinham com as diretrizes da teoria da regulação responsiva, contemplando, com grande relevo, os princípios da eficiência, interesse público[786], finalidade[787], celeridade, motivação[788], transparência[789], publicidade[790] e proporcionalidade[791].

A partir da organização legislativa, compreende-se o princípio da legalidade incidente sobre a atividade sancionadora regulatória sob uma perspectiva mais finalista[792], instrumental[793], flexível[794], consequencialista[795], capaz de legitimar o fortalecimento da autonomia administrativa dos entes de regulação[796] e atribuir maior discricionariedade ao regulador na elaboração e na interpretação das normas.[797]

A interação das leis em um microssistema sancionador regulatório possibilita observar que a legitimidade das decisões normativas resulta, em grande medida, da motivação, publicidade e transparência dos atos e do processo administrativo

---

[785] Na forma do Art. 37, caput da Constituição Federal são os princípios da Administração Pública, incidentes sobre a administração direta e indireta, qualquer dos Poderes da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios: legalidade, impessoalidade, moralidade, publicidade e eficiência. O Art. 2º da Lei n.º 9.784 de 29 de janeiro de 1999 que regula o processo administrativo no âmbito da Administração Pública Federal, dispõe os princípios incidentes sobre a atuação da Administração Pública: "*Art. 2º. A Administração Pública obedecerá, dentre outros, aos princípios da legalidade, finalidade, motivação, razoabilidade, proporcionalidade, moralidade, ampla defesa, contraditório, segurança jurídica, interesse público e eficiência."* O Art. 1º da Resolução n.º 45 de 31 de agosto de 2021, que dispõe sobre o rito dos procedimentos relativos à atuação sancionadora no âmbito da Comissão de Valores Mobiliários, destaca os princípios incidentes: "*Art. 2º Nos procedimentos de que trata esta Resolução, devem ser observados os princípios da legalidade, da finalidade, da motivação, da razoabilidade, da proporcionalidade, da moralidade, da ampla defesa, do contraditório, da segurança jurídica, do devido processo legal, da presunção de inocência, da celeridade processual, do interesse público, da impessoalidade, da eficiência e da publicidade."*

[786] Cf. sobre interesse público: Art. 5º, Decreto-Lei n.º 4.67/42, Art. 2º, parágrafo único, incisos VI e XII da Lei 9.784/1999.

[787] Cf. sobre finalidade: Art. 5º, Decreto-Lei n.º 4.657/42.

[788] Cf. sobre deveres de motivação, confira: Art. 2º, parágrafo 2º, inciso VII e Art. 50 da Lei n.º 9.784/1999, Art. 5º da Lei n.º 13.848/2019, Arts. 20, parágrafo único e 21 do Decreto-Lei n.º 4.657/1942.

[789] Confira Art. 2º, parágrafo 2º, inciso IX da Lei n.º 9.784/1999.

[790] Dever de publicidade, confira: Art. 2º da Lei n.º 9.784/1999. Art. 2º da Resolução CVM n.º 45/2022, Art. 2º, parágrafo único, inciso V da Lei n.º 9.784/1999.

[791] Cf. sobre proporcionalidade: Art. 21, parágrafo único do Decreto-Lei n.º 4.657/42, Art. 2º, parágrafo único, inciso VI da Lei 9.784/1999.

[792] Cf. sobre finalidade: Art. 5º, Decreto n.º 4.657/42.

[793] *Cf.* dever de aplicação da norma com caráter instrumental. Art. 22 do Decreto-Lei n.º 4.657/1942.

[794] *Cf.* flexibilidade na aplicação da norma. Art. 20, parágrafo único e Art. 21, parágrafo único, ambos do Decreto-Lei n.º 4.657/1942. Vide também Art. 2º, parágrafo único, XII da Lei 9.784/1999.

[795] Cf sobre o dever de efetuar um juízo consequencialista da decisão: Arts. 20 e 21 Decreto n.º 4.657/42.

[796] CF. Art. 3º, Lei n.º 13.848/2019.

[797] *Cf.* flexibilidade na aplicação da norma. Art. 22, parágrafo único do Decreto-Lei n.º 4.657/1942.

sancionador, destacando-se: (i) a submissão da atividade decisória administrativa regulatória à proporcionalidade e ao atendimento do interesse público[798]; (ii) a institucionalização do dever de fundamentação ampla no exercício da atividade regulatória[799]; (iii) a generalização das exigências de adoção prévia dos resultados obtidos em análise de impacto regulatório para a expedição de normativos[800]; (iv) a solidificação do princípio da decisão colegiada e da publicidade das decisões[801]; (v) a ampliação dos recursos de transparência e de participação pública em processos decisórios[802]; (vi) o perfilhamento do regime de prestação de contas e controle social dos atos do regulador[803]; (vii) a disposição sobre as formas de interação institucional entre reguladores e CADE[804], entre agência de regulação federais[805], entre agências e entes de defesa do consumidor e do meio ambiente[806] e entre agências de regulação dos diversos entes federativos[807].

5.5. Dinâmica regulatória responsiva na regulação dos fundos de investimento

A forma de apresentação das orientações prescritivas no âmbito da regulação responsiva ocorre via representação nas pirâmides regulatórias. A ideia principal no seu uso é a percepção de escalonamento na pirâmide de constrangimentos (considera-se tanto a variação da intensidade das medidas de intervenção e fiscalização, como a variação da intensidade de constrangimento da norma). Na base da pirâmide de constrangimentos estão previstas medidas de fiscalização e normas mais brandas, pressupondo inicialmente um comportamento mais colaborativo do regulado, seguindo para seções que apresentam medidas de maior intervenção estatal (exemplo de fiscalizações mais intrusivas e com maior frequência) com sanções de maior gravidade, até atingir o topo da pirâmide com previsão de fiscalização e sanções mais drásticas, compreendendo sanções de "cunho incapacitante", que equivalem, por exemplo, a revogação da habilitação junto à CVM.

---

798 Cf. Art. 4º, Lei n.º 13.848/2019, Art. 5º do Decreto 4.657/1942.
799 Cf. Art. 5º, Lei n.º 13.848/2019, Art. 20, parágrafo único do Decreto n.º 4.657/1942.
800 Cf. Art. 6º, Lei n.º 13.848/2019.
801 C. Art. 7º, Lei n.º 13.848/2019.
802 Cf. Arts. 8º ao 13, Lei n.º 13.848/2019.
803 Cf. Arts. 14 ao 24, Lei n.º 13.848/2019.
804 Cf. Arts. 25 a 28, Lei n.º 13.848/2019.
805 Cf. Arts. 29 e 30, Lei n.º 13.848/2019.
806 Cf. Arts. 31 a 33, Lei n.º 13.848/2019.
807 Arts. 34 e 35, Lei n.º 13.848/2019.

O regulador responsivo demanda uma série de ferramentas que apoiam a negociação entre ele e o regulado e permitem uma escalada de instrumentos regulatórios de forma que a persuasão moral seja a primeira opção na negociação.

O regulador se abstém de uma resposta de dissuasão, desde que o regulado esteja, de fato, cooperando; mas quando o regulado cede à tentação de explorar a postura cooperativa do regulador e trapaceia no cumprimento da norma, o regulador, rapidamente, muda de uma postura persuasiva para uma resposta dissuasora. Se, e somente se, a retaliação do regulador garantir um retorno do regulado à cooperação nos termos exigidos pelo regulador, então este deve restaurar os benefícios da cooperação mútua. Trata-se da adoção de estratégia de retaliação equivalente (*tit-for-tat*).

O modelo regulatório responsivo pretende que os entes privados não atuem como meros cumpridores da lei, como simples destinatários da norma, mas espera um engajamento dos regulados de modo que passem a ajudar na construção das regras, no desenvolvimento do seu cumprimento, na fiscalização dos regulados e na dinâmica da regulação, construindo-se uma rede de benefícios a partir da regulação, geradas a partir da construção de regras lúcidas que orientarão e vincularão todo o mercado, cujo cumprimento trará benefícios para os regulados, investidores e para a sociedade em geral, contribuindo para melhoria regulatória, menos combativa e mais cooperativa, e, de uma certa forma, uma melhor governança empresarial.

Cabe analisar como essa dinâmica incidiria na regulação CVM sobre os fundos de investimentos. Para tanto, partiremos de alguns pressupostos importantes da Lei de Introdução às Normas do Direito Brasileiro (LINDB) das alterações da Lei n.º 6.385/76 (pela edição da Lei n.º 13.506/17) sobre discricionariedade do gestor público, bem como as alterações resultantes da Lei n.º 13.506 que ampliaram o processo sancionador da CVM introduzindo novas fases e inúmeras hipóteses de diálogo entre o regulado e o regulador.

A LINDB legitima a aplicação de resposta regulatória adequada e proporcional face a infração, impondo ao Administrador Público, no ato da imposição da sanção, a avaliação sobre a proporcionalidade e as consequências da sanção no caso concreto e sobre a finalidade da regulação, permitindo flexibilidade do gestor público; concepção que se alinha ao caráter instrumental da sanção, como técnica de gestão regulatória.

Através da interpretação de dispositivos da LINDB, é possível concluir pela legalidade da dinâmica regulatória que intercala técnicas de persuasão e dissuasão do regulado a depender da análise das circunstâncias fáticas do incumprimento da norma, do perfil do regulado e de seu comportamento[808] da finalidade regulatória[809], da análise dos resultados das respostas regulatórias aplicadas em casos similares e da possibilidade de construir uma solução mais eficaz[810], proporcional[811] e eficiente mediante diálogo e cooperação, desde que o faça motivadamente.[812]

Também a Lei n.º 6.385/76 (alterada pela Lei n.º 13.506/17) e regulada pela Resolução CVM n.º 45/21 atribui margem de discricionariedade ao regulador na interpretação da infração, na decisão sobre a instauração de processo administrativo sancionador e na avaliação de respostas alternativas à sanção.

Verifica-se também uma ampliação das fases do processo administrativo sancionador com a inclusão de várias novas oportunidades de diálogo entre regulador e regulado, propiciando mais oportunidades de retorno do regulado ao ambiente de cooperaração, e, portanto, implicando, sob uma perspectiva responsiva, em um alongamento da pirâmide de constrangimentos.

Em relação aos regulados do mercado de valores mobiliários eis a síntese do processo de regulação. Considera-se que o processo de regulação tem início com o trabalho de normatização, assessorado pelos agentes do mercado, instrumento de participação e utilização de resultados de Análise de Impacto Regulatório e apoiado em seus fundamentos e princípios. Prossegue com as atividades de monitoramento, fiscalização e supervisão do mercado, acompanhando as atividades dos participantes do

---

[808] Cf. Art. 22, §1º do Decreto Lei n.º 4.657 de 4 de setembro de 1942. Dispõe sobre a Lei de Introdução às normas de Direito Brasileiro: *"§ 1º Em decisão sobre regularidade de conduta ou validade de ato, contrato, ajuste, processo ou norma administrativa, serão consideradas as circunstâncias práticas que houverem imposto, limitado ou condicionado a ação do agente. (Incluído pela Lei nº 13.655, de 2018)*."

[809] Cf. Art. 21, parágrafo único do Decreto Lei n.º 4.657 de 4 de setembro de 1942: "*Parágrafo único. A decisão a que se refere o **caput** deste artigo deverá, quando for o caso, indicar as condições para que a regularização ocorra de modo proporcional e equânime e sem prejuízo aos interesses gerais, não se podendo impor aos sujeitos atingidos ônus ou perdas que, em função das peculiaridades do caso, sejam anormais ou excessivos. (Incluído pela Lei nº 13.655, de 2018)."*

[810] Cf. Art. 20, caput do Decreto Lei n.º 4.657 de 4 de setembro de 1942: "*Art. 20. Nas esferas administrativa, controladora e judicial, não se decidirá com base em valores jurídicos abstratos sem que sejam consideradas as consequências práticas da decisão. (Incluído pela Lei nº 13.655, de 2018) (Regulamento)."*

[811] *Ibid.*

[812] Vide Art. 20 do Decreto Lei n.º 4.657 de 4 de setembro de 1942. Dispõe sobre a Lei de Introdução às normas de Direito Brasileiro: "*Parágrafo único. A motivação demonstrará a necessidade e a adequação da medida imposta ou da invalidação de ato, contrato, ajuste, processo ou norma administrativa, inclusive em face das possíveis alternativas. (Incluído pela Lei nº 13.655, de 2018)."*

mercado, resultando, quando da constatação de irregularidades, na compreensão de fatos, aferição de responsabilidades, estudo e avaliação de soluções e, quando necessário, sanção, dos responsáveis pelas práticas irregulares ou ilegais, devendo sempre assegurar ao acusado o amplo direito de defesa. Do julgamento pelo colegiado da CVM cabe ainda recurso da decisão tomada ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. As informações colhidas no monitoramento e fiscalização do mercado norteiam o regulador quanto ao nível de compreensão do regulado sobre a atividade regulatória e sobre as normas retroalimenta o ciclo regulatório e é fonte para construção de materiais informativos e programas de cunho informacional e educacional, que contribuem para a melhoria regulatória.

Passa-se, então, a análise da atividade sancionadora da CVM sob e matriz da regulação responsiva.

No caso de indícios ou indicativos de irregularidades, o regulador, pode proceder com as consultas informais ou solicitação de esclarecimentos (Art. 4º, §§2º e 3º Resolução CVM n.º 45/2021), entre outras técnicas de persuasão.

Caso persistam indícios de infração ou desconformidade não suscetíveis de serem superados, cabe ao regulador notificar o regulado sobre os fatos para obter esclarecimentos, o que, segundo o Art. 5º da Resolução CVM n.º 45/2021, equivaleria à "*manifestação prévia do investigado"*[813].

Assim, preliminarmente à instauração do inquérito ou processo administrativo sancionador, a CVM, através da Superintendência específica, pode notificar o regulado orientando-o sobre as consequências perniciosas das infrações supostamente perpetradas, a fim de que possa se manifestar sobre os fatos que lhes são atribuidos, para que possa apresentar esclarecimentos adicionais também sobre sua postura colaborativa para saneamento rápido e eficaz da infração e eventuais danos, a fim de norter a sua resposta frente à ausência de conformidade ainda não superada.

Nada impede, todavia, que a CVM adote as medidas cautelares que entender necessárias para garantia de direitos ou determinação de cessação de condutas nocivas. A Autarquia pode, entre outras medidas, suspender a negociação de determinado

[813] O Art. 5º da Resolução CVM n.º 45/2022, dispõe que: "*Art. 5º Previamente à formulação da acusação, as superintendências devem diligenciar no sentido de obter diretamente do investigado esclarecimentos sobre os fatos que podem ser a ele imputados. Parágrafo único. Considera-se atendido o disposto no caput sempre que o investigado: I – tenha prestado depoimento pessoal ou se manifestado voluntariamente acerca dos fatos que podem ser a ele imputados; ou II – tenha sido oficiado para prestar esclarecimentos sobre os fatos que podem ser a ele imputados, ainda que não o faça."*

valor mobiliário ou decretar o recesso da bolsa de valores; suspender ou cancelar os registros de que dispõe a Lei n.º 8.635/1976; divulgar informações ou recomendações com o fim de esclarecer ou orientar os participantes do mercado; proibir aos participantes do mercado, sob cominação de multa, a prática de atos que especificar, prejudiciais ao seu funcionamento regular (Art. 9, §1º, I, II, III e IV, Lei 6.385).

A partir de então, o regulador pode: (i) entender que não há infração administrativa caracterizada ou atingida pela extinção da punibilidade (Art. 4º, inciso I, alíena "a" da Resolução CVM n.º 45/2021), (ii) entender que não há "justa causa" para tipificação da infração administrativa (Art. 4º, inciso I, alínea "b" e §1º da Resolução CVM 45/2022)[814]; c) instaurar termo de acusação (Art. 4º, inciso II e art. 6º da Resolução CVM 45/2021); (iv) celebrar termo de compromisso com o regulado (Art. 82, §3º e Art. 88 da Resolução CVM n.º 45/2021) ou (v) proceder com abertura de procedimento de investigação (Art. 4º, inciso III e art. 8º da Resolução CVM 45/2021).

Observa-se que a vigente legislação sancionadora da CVM consagra o estímulo ao diálogo entre o regulador e regulado antes e durante a fase sancionadora, bem como dispõe, como pressupostos relevantes à atividade sancionatória, a avaliação das condições contextuais, e, finalmente, considera o comportamento posterior e reparatório do infrator para fins de disponibilizar diversas oportunidades de retorno ao ambiente de cooperação sem produzir a sanção, evitando a imposição desta medida na resolução de conflitos.

São exemplos de momento processuais de diálogo que propiciam a ampliação do espectro de possibilidades do regulador perante a infração administrativa: (i) na fase pré-sancionadora, a priorização das infrações de natureza grave capaz de proporcionar a comunicação efetiva do efeito educativo e preventivo para os participantes do mercado (Art. 3º, Parágrafo único[815]), (ii) a "manifestação prévia do investigado" na

---

[814] Art. 4º (...) "*§ 1º Na avaliação da relevância da conduta ou da expressividade da ameaça ou lesão ao bem jurídico, podem ser utilizados os seguintes parâmetros, dentre outros: I – o grau de reprovabilidade ou da repercussão da conduta; II – a expressividade de valores relacionados à conduta; III – a expressividade de prejuízos causados a investidores e demais participantes do mercado; IV – o impacto da conduta na credibilidade do mercado de capitais; V – os antecedentes das pessoas envolvidas; VI – a boa-fé das pessoas envolvidas; VII – a regularização da suposta infração pelo administrado; e VIII – o ressarcimento dos investidores lesados."* Por outro lado, o Art. 9º da Lei 6.385/1976, com redação da Lei n.º 13.506/2017, dispõe que o regulador "poderá deixar de instaurar o processo administrativo sancionador, consideradas a pouca relevância da conduta, a baixa expressividade da lesão ao bem jurídico tutelado e a utilização de outros instrumentos e medidas de supervisão que julgar mais efetivos"

[815] Resolução CVM n.º 45/2022. "*Art. 3º. (...) Parágrafo único. Na apuração das infrações, a CVM deve priorizar aquelas de natureza grave, cuja cominação de penalidade proporcione maior efeito educativo e preventivo para os participantes do mercado."*

fase pré sancionadora (Art. 5º); (iii) a adoção de instrumento de supervisão como alternativa para imposição de medidas sancionatórias, tal como: ofício de alerta, a atuação prévia e coordenada de instituição autorreguladora, a exemplo de *"stop order"* (art. Art. 4º, §2)[816]; (iv) a intimação do acusado em qualquer hipótese de arquivamento (Art. 12, §2º)[817]; (v) a possibilidade de manifestação do acusado no prazo da defesa, ou na fase pré-sancionadora[818], para solicitação de termo de compromisso (art. 29, §1º)[819]; (vi) ampla negociação entre o regulado/acusado e o Comitê de Termos de Compromisso CVM no prazo de até 120 dias (Art. 83, §§4º e 5º)[820]; (vii) a intimação do acusado sobre nova tipificação das condutas oportunizando nova apresentação de defesa (Art. 47)[821]; (viii) a possibilidade de apresentação de acordo em processo de supervisão pelo regulado/investigado a qualquer momento até o início do julgamento pelo órgão colegiado (Art. 93)[822]; e (ix) a ampla negociação entre o regulado/investigado e o Comitê de Acordo de Supevisão em prazo a ser estipulado por este (Art. 96, §5º).[823]

A CVM lança mão de um arsenal de momentos processuais que estimulam o diálogo, pressuposto indispensável para a dinâmica regulatória responsiva.

---

[816] Resolução CVM n.º 45/2022. "*Art. 5º. (...). § 2º Consideram-se instrumentos e medidas de supervisão, para os fins deste artigo, a expedição de ofício de alerta, a atuação prévia e coordenada de instituição autorreguladora, entre outros. § 3º A expedição de ofício de alerta à pessoa natural ou jurídica supervisionada, nos termos do § 2º, deve indicar claramente o desvio de conduta verificado e assinalar prazo razoável para a devida correção, se aplicável. (...)"*

[817] Resolução CVM n.º 45/2022. Art. 12. (...). "*Parágrafo único. Em qualquer das hipóteses deste artigo, os investigados devem ser intimados da decisão que acolher a proposta de arquivamento."*

[818] Resolução CVM n.º 45/2022. Art. 82. "*§ 3º Admite-se a apresentação de proposta de celebração de termo de compromisso ainda antes ou na fase de apuração preliminar dos fatos, que, neste caso, deve ser encaminhada à superintendência responsável pela apuração."*

[819] Resolução CVM n.º 45/2022. . Art. 29. "§ 1º O interessado deve manifestar sua intenção de celebrar termo de compromisso até o término do prazo para a apresentação de defesa, e sem prejuízo do ônus de apresentação desta."

[820] *Resolução CVM n.º 45/2022. Art. 83. "§ 4º O Comitê de Termo de Compromisso, se entender conveniente, pode, antes da elaboração do seu parecer, negociar com o proponente as condições da proposta de termo de compromisso que lhe pareçam mais adequadas. § 5º A negociação entre o Comitê de Termo de Compromisso e o proponente deve ser concluída no prazo máximo de 120 (cento e vinte) dias, sendo facultado ao proponente, ao término das negociações, aditar os termos de sua proposta inicial, no prazo assinalado pelo Comitê."*

[821] Resolução CVM n.º 45/2022. "*Art. 47. O Colegiado pode dar ao fato definição jurídica diversa da que constar do termo de acusação ou da peça acusatória, ainda que em decorrência de prova nela não mencionada, mas existente nos autos, devendo indicar os acusados afetados pela nova definição jurídica e determinar a intimação de tais acusados para aditamento de suas defesas, no prazo de 30 (trinta) dias a contar do recebimento da intimação, facultada a produção de novas provas, observado o disposto na Subseção IV."*

[822] Resolução CVM n.º 45/2021. "Art. 93. Até o início do julgamento pelo Colegiado, é cabível a apresentação de proposta de Acordo de Supervisão no âmbito da CVM."

[823] Resolução CVM n.º 45/2021. Art. 96, *"§5º. A negociação a respeito da proposta do Acordo de Supervisão deve ser concluída no prazo determinado pelo CAS, sob pena de rejeição da proposta."* determinado pelo CAS, sob pena de rejeição da proposta."

Por outro lado, há previsão também de instrumentos que propiciam vias alternativas à sanção, antes e durante o processo sancionador.

A legislação sancionadora CVM dispõe de dispositivos que tratam de considerar alternativas e pressupostos importantes e decisivos para evitar a imposição de sanção, via: (i) tipificação da infração administrativa (Art. 4º, inciso I, alínea "b" da Resolução 45/2021), (ii) celebração de termo de compromisso (Arts. 81 e 88)[824]; ou (iii) celebração de acordo em processo de supervisão (Art. 92)[825], demandando estas duas últimas hipóteses a sanção como recurso inafastável em caso de descumprimento e desconformidade voluntária.

A partir da análise da legislação vigente, entende-se viável a adoção da dinâmica de subida e descida das pirâmides e o uso do recurso das pirâmides de estratégias regulatórias, de constrangimento, de perfil do regulado e de finalidade regulatória, como representação simbólica e racional de regulação estatal, considerando: (i) a dinâmica dialogada do processo administrativo sancionador com previsão legal de inúmeras oportunidade processuais de diálogo (à exemplo do Art. 5º da Resolução CVM n.º 45/2021), (ii) a construção de conceitos legais abertos que permitem maior flexibilidade interpretativa do regulador (Art. 4º, inciso I, alínea "a" da Resolução CVM 45/2022), (iii) a atribuição de maior discricionariedade ao regulador para tipificação dos ilícitos (Art. 4º, inciso I, alíena "b" e §1º da Resolução CVM n.º 45/2021 e Art. 22, §1º da LINDB), (iv) a atribuição de maior discricionariedade ao regulador para decisão sobre a instauração ou não de processo administrativo sancionador (Art. 4º da Resolução CVM n.º 45/2021 e Art. 22 da LINDB) (v) a ampliação e desenvolvimento da consensualidade (Art. 82, §3º e Art. 88 da Resolução CVM n.º 45/2021), (vi) a análise da proporcionaliade das medidas administrativas impostas (Arts. 20 e 21, *caput* e parágrafo primeiro da LINDB, At. 63 da Resolução n.º 45/2021) (vi) o "juízo de prognose" sobre as consequências das medidas e/ou sanções administrativas cogitadas no caso concreto (Art. 21, parágrafo único da LINDB); (vii) a viabilidade jurídica da consideração de alternativas de respostas estatais à infração (Art. 20, *caput* e Art. 21, *caput* da LINDB e

[824] Resolução CVM n.º 45/2021. "*Art. 81. A celebração de termo de compromisso não importa em confissão quanto à matéria de fato, nem em reconhecimento de ilicitude da conduta analisada." "Art. 88. A celebração do termo de compromisso tem por efeito: I – a suspensão do processo administrativo em curso, pelo prazo estipulado para o cumprimento do compromisso; ou II – a não instauração de processo administrativo sancionador, nos casos em que a proposta for apresentada ainda em fase de apuração ou antes desta."*

[825] Dispõe o Art. 92 da Resolução CVM n.º 45/2021 que o cumprimento do acordo em processo de supervisão gera a extinção de sua ação punitiva ou redução de 1/3 (um terço) a 2/3 (dois terços) da penalidade aplicável, mediante efetiva, plena e permanente cooperação para a apuração dos fatos.

Art. 4º, inciso I, alinea "a", §§1º e 2º da Resolução n.º 45/21); (vii) a análise e relevância das circuntâncias práticas que impuseram, limitaram ou condicionaram a ação do regulado (Art. 22, §1º, LINDB, Art. 4º, inciso I, alinea "a", incisos V à VIII); (vii) na imposição da sanção, a necessária consideração da natureza e gravidade da infração cometida[826], bem assim dos danos que dela provierem e das circunstâncias agravantes ou atenuantes e os antecedentes do regulado (Art. 22, §2º, LINDB, Art. 62 da Resolução n.º 45/21).

Sob a perspectiva da regulação responsiva, na reação regulatória em face às infrações concretas, e segundo a legislação vigente, a CVM dispõe de margem de flexibilidade na utilização dos instrumentos de dissuasão e perssuasão, devendo combina-los de forma dinâmica. Por vezes, a solução será obtida mediante: (i) envio de simples ordem de alerta; (ii) envio de ordem de cessar as condutas que possam ser nocivas (tal como as medidas de supervisão previstas no Art. 4º, §2º da Resolução CVM 45/2021), ou (iii) mediante celebração de acordos de cooperação, tais como o termo de compromisso (Arts. 80 à 91) e o acordo administrativo em processo de supervisão (Arts. 92 à 102). Já nos casos em que a sanção se mostrar necessária face ao comportamento não colaborativo reiterado do regulado, o regulador deverá optar pela imposição da sanção prevista em lei, escalando na pirâmide de constrangimentos, mediante processo administrativo sancionador formal, público, transparente, com decisões motivadas e embasadas em evidências e normas, devidamente instruido, com respeito ao contraditório e ampla defesa.

Caso, por exemplo, o regulado apresente evidências concretas no sentido de: apresentar um perfil de confomidade com a norma, excelente histórico, motivação idonea para a prática da conduta infracional, contexto justificável para sua atuação, ausência de recorrência desconforme, demonstrar e comprovar que imediatamente corrigiu a falha e ressarciu prejuízos ou demonstre que a conduta, embora desconforme,

[826] No Edital de Audiência Pública SDM n.º 02/2018 que antecedeu a edição da Resolução CVM n.º 45/2021, pontuou-se a necessidade de fixação de critérios precisos para a diferenciação das infrações quanto a sua gravidade em tese, bem assim a instituição de parâmetros precisos para a fixação das respectivas penalidades. A resolução dividiu as possíveis infrações em cinco diferentes grupos de acordo com sua gravidade, com a finalidade de parametrizar as penalidades-base a serem aplicadas em caso de condenação à pena de multa. A Resolução CVM n.º 45/2021 adotou o sistema trifásico para fixação da sanção no Artigo 62, segundo o qual na "*dosimetria da pena, salvo se aplicada a penalidade de advertência, o Colegiado deve fixar inicialmente a pena-base, aplicando na sequência as circunstâncias agravantes e atenuantes, bem como a causa de redução da pena, nessa ordem*". O Art. 63 contempla a primeira fase de aplicação da pena, na qual o Colegiado, a partir dos princípios da razoabilidade e proporcionalidade, bem assim considerando a capacidade econômica do infrator e os motivos que justifiquem a imposição da penalidade, fixará a pena base, individualizando a pena.

não foi capaz de impactar de forma negativa os investidores ou o mercado; neste caso, o regulador, através de um juízo de oportunidade e conveniência, pode concluir que a abertura do processo sancionador[827] ou a imposição da sanção[828], apenas apresentaria resultados negativos à finalidade pública subjacente à atividade regulatória, aplicando outras respostas estatais alterantivas à sanção (via aplicação do Art. 4º, §2º da Resolução CVM n.º 45/21) ou via reconhecimento dos pressupostos para celebração de termo de cooperação ou acordo em supervisão.

O recurso da sanção no ciclo regulatório, como técnica de gestão adminstrativa, pode revelar-se inadequado, no caso concreto, para consecução do interesse público, após a análise motivada dos seguintes elementos: (i) eficácia: se a imposição da sanção não se mostraria eficaz na medida em que o regulado já teria comprovado restabelecer a situação anterior à infração (conformando sua conduta e reparando eventuais danos, se o caso), (ii) proporcionalidade: se a imposição da sanção não se mostraria proporcional, já que a eventual imposição de sanção poderia não se justificar frente à situação concreta de retorno do regulado ao ambiente de regulação, (iii) ambiente de cooperação: se a imposição da sanção apenas afastaria o regulado do ambiente de conformidade e este passaria a enxergar o regulador como inimigo, não lhe depositando a confiança necessária para uma atitude futura cooperativa; (iv) eficiência: se a imposição da sanção não se mostraria eficiente, considerando a obtenção do retorno do regulado ao ambiente de regulatório; (v) custos: se a solução de retorno voluntário do regulado ao ambiente de cooperação demanda menor custo ao regulador do que os custos envolvidos em eventual instauração de processo administrativo sancionador visando a imposição de sanção; (vi) imagem do regulador: na medida em que se obtem rápida reversão da conduta do regulado, com rápida solução dos eventuais impactos da infração, a imagem do regulado continuaria intacta, sem demandar do longo processo administrativo sancionador visando a aplicação da sanção.

Em sentido oposto, na hipótese de estarem presentes os pressupostos que justifiquem a abertura de procedimento de cunho sancionador[829] e/ou na hipótese de

[827] Na forma do art. 4º, inciso, alínea "b" e §1º da Resolução CVM n.º 45/2021, poderia o regulador, neste caso, deixar de lavrar termo de acusação.
[828] Na forma do art. 82, §§ 1º e 3º, da Resolução CVM n.º 45/2021, o regulado e regulador podem firmar compromisso na fase pre sancionatória ou na fase sancionatório de modo a deixar de lavrar termo de acusação ou suspender o processo sancionador.
[829] A Resolução CVM n.º 45/2021 prevê os casos em que não estão presentes os pressupostos instauração do processo sancionador no Art. 4º.

descumprimento de eventual acordo de cooperação já firmado, pelo regulado,[830] e de diretamente restar configurado o cometimento da infração, sem ações diretas do regulado que evidenciem o retorno à conformidade e a repação dos eventuais danos[831], caberia ao regulador a abertura e trâmite de processo administrativo sancionador (subindo na pirâmide de constrangimento, a partir da análise da subida na pirâmide do perfil do regulado e da subida na pirâmide de finalidade regulatória), demandando a imposição da sanção vinculada à determinada infração (caso houver) ou adequada à finalidade regulatória, deixando clara a imagem de invencibilidade do regulador[832].

O arcabouço normativo sancionador disponível à CVM permite a flexibilização na construção da resposta estatal diante de cada caso concreto de violação da norma administrativa, revelando-se compatível com a estratégia de aplicação da resposta estatal denominada *tit for tat*, típica da regulação responsiva, que equivale a uma técnica de retaliação equivalente e dinâmica, com o objetivo de busca pela construção de um ambiente de cooperação mutuamente benéfico.

Sob a perspectiva da regulação responsiva e também segundo a interpretação da legislação vigente, a legitimidade da decisão do regulador no âmbito da execução da dinâmica regulatória esta adstrita aos seguintes pressupostos: (i) a regra de decisão colegiada[833], (ii) a regra da motivação clara, objetiva, completa e congruente, corroboradas por instrumentos de prova idôneos sobre todos os fatores que nortearam e influenciaram as respectivas decisões, (iii) a regra da transparência e publicidade das decisões[834]: garantindo a disponibilização do processo e das decisões acessíveis aos regulados e à sociedade[835], de modo a garantir a consecução do princípios da

---

[830] A Resolução CVM n.º 45/2021 prevê o restabelecimento do curso do processo sancionador ou a imposição de sanção no caso de descumprimento das condições negociadas no Termo de Compromisso (art. 90) ou no Acordo Administrativo em Processo de Supervisão (Art. 108).

[831] Na forma do art. 3º, parágrafo único da Resolução CVM n.º 45/2021, na apuração das infrações, a CVM deve priorizar aquelas de natureza grave, cuja cominação de penalidade proporcione maior efeito educativo e preventivo para os participantes do mercado.

[832]A partir da visualização da pirâmide de constrangimentos, o regulado poderá observar as sanções relacionadas à infração de natureza grave (art. 131 da Resolução CVM n.º 178/2022 a Anexo B da Resolução CVM n.º 45/2021) e de natureza leve ou moderada, respeitados o sistema de graduação de sanções propostas na Resolução CVM n.º 45/2021.

[833] Cf. Art. 7º, Lei n.º 13.848/2019.

[834] Incide o princípio da publicidade nos processos sancionadores instruídos pela CVM (Art. 8º, §2º e art. 9ª, §5º), admitindo-se o sigilo apenas em casos excepcionais, em que seja "imprescindível para a defesa da intimidade ou do interesse social, ou cujo sigilo esteja assegurado por expressa disposição legal." Justifica-se de de forma excepcional, quando este for motivado e justificado como necessário à elucidação dos fatos investigados ou exigido pelo interesse público (Art. 9º, § 2º). Nos termos do Art. 9º, §3º, o interesse público é apontado como requisito para a divulgação da instauração do procedimento investigativo.

[835] O art. 50 da Lei n.º 9.784/1999 aplicável ao regulador CVM dispõe sobre o dever de motivação. *"Art. 50. Os atos administrativos deverão ser motivados, com indicação dos fatos e dos fundamentos jurídicos, quando: I - neguem, limitem ou afetem direitos ou interesses; II - imponham ou agravem deveres, encargos*

ou sanções; III - decidam processos administrativos de concurso ou seleção pública; IV - dispensem ou declarem a inexigibilidade de processo licitatório; V - decidam recursos administrativos; VI - decorram de reexame de ofício; VII - deixem de aplicar jurisprudência firmada sobre a questão ou discrepem de pareceres, laudos, propostas e relatórios oficiais; VIII - importem anulação, revogação, suspensão ou convalidação de ato administrativo. § 1º A motivação deve ser explícita, clara e congruente, podendo consistir em declaração de concordância com fundamentos de anteriores pareceres, informações, decisões ou propostas, que, neste caso, serão parte integrante do ato. § 2º Na solução de vários assuntos da mesma natureza, pode ser utilizado meio mecânico que reproduza os fundamentos das decisões, desde que não prejudique direito ou garantia dos interessados. § 3º A motivação das decisões de órgãos colegiados e comissões ou de decisões orais constará da respectiva ata ou de termo escrito."

administração pública, dentre os quais: motivação[836], transparência[837], publicidade[838] e confiabilidade[839] dos atos e decisões do regulador[840], salvo hipóteses específicas e extremamente excepcionais e justificadas[841].

---

[836] Em que pese a Resolução CVM n.º 45/2021 seja bastante econômica em enfatizar o dever de motivação das decisões do regulador, o art. 5º da Lei n.º 13.848/2019, que ora se define como Marco Geral da Regulação e, portanto, aplicável ao regulador CVM conforme outrora já defendido neste trabalho, dispõe sobre o dever de motivação da atividade regulatória: "*Art. 5º A agência reguladora deverá indicar os pressupostos de fato e de direito que determinarem suas decisões, inclusive a respeito da edição ou não de atos normativos."*

[837] O art. 16 da Lei n.º 13.848/2019, aplicável ao regulador CVM, dispõe sobre o dever de informação das atividades do regulador. "*Art. 16. A agência reguladora deverá implementar, em cada exercício, plano de comunicação voltado à divulgação, com caráter informativo e educativo, de suas atividades e dos direitos dos usuários perante a agência reguladora e as empresas que compõem o setor regulado*."

[838] Os arts. 7º a 8º da Lei n.º 13.848/2019, aplicável ao regulador CVM, dispõe: *"Art. 7º O processo de decisão da agência reguladora referente a regulação terá caráter colegiado. § 1º O conselho diretor ou a diretoria colegiada da agência reguladora deliberará por maioria absoluta dos votos de seus membros, entre eles o diretor-presidente, o diretor-geral ou o presidente, conforme definido no regimento interno. § 2º É facultado à agência reguladora adotar processo de delegação interna de decisão, sendo assegurado ao conselho diretor ou à diretoria colegiada o direito de reexame das decisões delegadas. Art. 8º As reuniões deliberativas do conselho diretor ou da diretoria colegiada da agência reguladora serão públicas e gravadas em meio eletrônico. § 1º A pauta de reunião deliberativa deverá ser divulgada no sítio da agência na internet com antecedência mínima de 3 (três) dias úteis. § 2º Somente poderá ser deliberada matéria que conste da pauta de reunião divulgada na forma do § 1º. § 3º A gravação de cada reunião deliberativa deve ser disponibilizada aos interessados na sede da agência e no respectivo sítio na internet em até 15 (quinze) dias úteis após o encerramento da reunião. § 4º A ata de cada reunião deliberativa deve ser disponibilizada aos interessados na sede da agência e no respectivo sítio na internet em até 5 (cinco) dias úteis após sua aprovação."*

§ 5º Não se aplica o disposto nos §§ 1º e 2º deste artigo às matérias urgentes e relevantes, a critério do presidente, diretor-presidente ou diretor-geral, cuja deliberação não possa submeter-se aos prazos neles estabelecidos. § 6º Não se aplica o disposto neste artigo às deliberações do conselho diretor ou da diretoria colegiada que envolvam: I - documentos classificados como sigilosos; II - matéria de natureza administrativa. § 7º A agência reguladora deverá adequar suas reuniões deliberativas às disposições deste artigo, no prazo de até 1 (um) ano a contar da entrada em vigor desta Lei, e definir o procedimento em regimento interno.

[839] Nos termos do art. 4º da Lei n.º 13.848/2019, que ora se define como Marco Geral da Regulação e, portanto, aplicável ao regulador CVM conforme outrora já defendido neste trabalho, o regulador deve observar em suas decisões "*adequação entre meios e fins, vedada a imposição de obrigações, restrições e sanções em medida superior àquela necessária ao atendimento do interesse público."* Na mesma linha, o art. 2º, VI da Lei n.º 9.784/1999, também incidente sobre a atividade regulatória, dispõe: *"VI - adequação entre meios e fins, vedada a imposição de obrigações, restrições e sanções em medida superior àquelas estritamente necessárias ao atendimento do interesse público."* Em previsão similar, o art. 5º do Decreto n.º 4.657/1942, dispõe sobre o dever de se atender aos fins sociais e à exigências da lei comum no ato da aplicação da lei. *"Art. 5º Na aplicação da lei, o juiz atenderá aos fins sociais a que ela se dirige e às exigências do bem comum."*

[840] O Art. 2º da Resolução CVM n.º 45/2021 dispõe, entre os princípios norteadores da atividade regulatória no âmbito do mercado de capitais, os princípios da motivação e da publicidade. A Lei n.º 9.784/1999 adota exatamente os mesmos princípios norteadores do processo administrativo federal.

[841] Eli Loria e Daniel Kalansky, tratam da publicidade no âmbito da CVM, destacando que o art. 9º, inciso da Lei n.º 6.385/1976 atribui à CVM a competência para apurar, mediante processos administrativos, infrações ao mercado de capitais e destacam que o §2º adverte que a etapa investigativa poderá assegurar o sigilo necessário à elucidação dos fatos ou exigido pelo interesse público. Apontam os autores que a própria CVM, em seu Relatório de Atividade Sancionadora, indica que a apuração ou investigação conduzida pelas Superintendências finalísticas são verdadeiros processos administrativos, concluindo-se, portanto, que a etapa investigativa constitui, de fato, processo administrativo e, como tal, deve ser-lhe aplicada a regra da publicidade e transparência, na forma do art. 11, §1º da Lei de Acesso à Informação (Lei n.º 12.527/11). Contudo, não é este o entendimento que tem aplicado atualmente a CVM, uma vez que, com fundamento pouco motivado e genérico, a CVM tem aplicado o art. 9º, §2º da Lei n.º 6.385/1976 para determinar o

Resta necessário também, sob a perspeciva regulatoria responsiva, que a CVM se estruture de forma organizada, dispondo de "governança regulatória", com o desenvolvimento dos necessários instrumentos de: legitimidade, eficiência e *accountability*. Neste sentido, a edição do Marco Geral das Agências Reguladoras Federais representou importante passo para legalizar a obrigatoriedade do desenvolvimento de estrutura regulatória necessária para implementação da regulação responsiva.

5.6. Lei Geral das Agências Reguladoras Federais e estrutura regulatória responsiva.

Aborda-se a Lei Geral das Agências Reguladoras Federais por representar importante avanço na uniformização das exigências de governança dos entes de regulação estatal federal e obrigar o desenvolvimento de estrutura necessária para a implementação de regulação de viés responsivo.

5.6.1. Estrutura regulatória necessária à atuação responsiva.

A atividade de regulação constitui um híbrido de atribuições de natureza variada, incluindo atos executivos, normativos e decisórios, mas também competências gerenciais, arbitradoras e sancionadoras. Para exercício da atividade de regulação, a administração se vale de um complexo de funções clássicas, administrativas, normativas e judicantes, variando o método decisório.[842] O exercício da atividade de regulação pressupõe a existência de uma estrutura regulatória calcada na governança interna.

---

sigilo aos processos administrativos investigativos prévios e ao processo administrativo sancionador como regra. Apontam, todavia, os autores que o sigilo em processos administrativos investigativos e sancionadores no âmbito da CVM não deve ser reputado como regra, pois é na fase investigativa que será possível a consideração da justa causa para deixar de lavrar o termo de acusação ou mesmo avaliar a possibilidade de celebração de acordo de cooperação, justificando-se o livre acesso aos processos para auxílio na formação da convicção das Superintendências, e, por outro lado, justifica-se a publicidade dos processos, porque as provas ali produzidas serão utilizadas na formação da convicção dos julgadores para tomada da decisão final, configurando-se situação de claro conflito de interesses que justifica o livre acesso aos autos como elemento imprescindível ao contraditório e ampla defesa. LORIA, Eli; KALANSKI, Daniel. Os limites do sigilo em processo administrativo na CVM. In: **Processo Sancionador nos Mercados Financeiro e de Capitais**, coord. Gustavo Machado Gonzalez. São Paulo: Thomson Reuters Brasil. 2023, p. 77-97. Por outro lado, a regra da publicidade dos processos e atos administrativos, de matriz constitucional (vide Art. 5º, inciso XXXIII, Art. 37, §3º e Art. 216, §2º da CF) e consagrada na Lei de Acesso à Informação (Lei n.º 12.527/2011) é essencial para a formação da jurisprudências no âmbito da CVM, para fiscalização da motivação e fundamentação adequada de suas decisões, mormente quando consideramos o crescente grau de discricionariedade da Autarquia conferida pela Lei 6.385/1976 para abertura de processos sancionadores, condução e aplicação de sanções, legitimadas por clara, objetiva e fundamentada motivação, que deve ser pública e transparente, sob pena de nulidade, na forma do artigo 93, IX e X da Constituição Federal e violação ao art. 11, §1º da Lei 12.527/11.

[842] MOREIRA NETO, Diogo de Figueiredo. **Direito da regulação**. 2002.

No exercício da regulação responsiva, exercem fundamental importância as atividades normativa, fiscalizatória e gerencial do ente regulador, porque a gestão regulatória é compreendida como um todo, da qual a atividade sancionadora é apenas uma parte, um instrumento de gestão para a consecução das finalidades regulatórias.

A regulação responsiva pressupõe a construção de normativos racionais pensados a partir da avaliação das finalidades da regulação, da consideração dos resultados de AIR e da compreensão da visão dos regulados e demais participantes do mercado canalizadas via audiências públicas prévias.

A organização interna do regulador exigida no âmbito da regulação responsiva possibilita eficácia e eficiência na atuação do regulador, confere segurança jurídica e credibilidade na sua atuação, compreendendo: (i) estruturação clara de seus valores, objetivos e finalidades no âmbito da regulação (informações disponibilizadas aos regulados para que compreendam e compartilhem da visão do regulado); (ii) estruturação de sistema de diagnóstico e controle de riscos (e a disponibilização dos resultados de sua atuação periódica); (iii) distribuição clara e objetiva das competências internas; (iv) distribuição clara e objetiva das instâncias de decisão; (v) apresentação com clareza e transparência dos processos internos, (vi) estruturação do processo de tomada de decisão, (vii) priorização de decisões colegiadas, (viii) possibilidade de participação dos regulados em decisões que afetem a regulação, (ix) exigência de motivação individualizada e congruente das decisões, (x) exigência de transparência e publicidade das decisões, (xi) organização e estruturação das decisões regulatórias que propiciem a compreensão do racional regulatório (com a formação de jurisprudência no âmbito sancionador).

O monitoramento e fiscalização constantes dos regulados, além de diagnosticar possíveis infrações das normas, se prestam a: (i) avaliar qual e como é a compreensão dos regulados sobre a atividade regulatória, (ii) embasam projetos do regulador para disponibilização de informações e educação dos regulados e da sociedade (necessários para redução das assimetrias informacionais e para o alinhamento ideológico no setor), (iii) configuram canal de diálogo constante entre regulador e regulado e (iv) possibilitam a construção de soluções alternativas à sanção para melhoria regulatória.

A prestação de contas, disponibilização das informações relativas às atividades regulatórias, transparência e publicidade dos processos de decisão e das decisões do regulador propiciam a confiança necessária sobre as atividades do regulador, conferindo-lhes legitimidade, além de estimular a cooperação dos regulados no ambiente regulatório.

No âmbito da regulação, o termo "governança regulatória", pode ser identificado pela busca de instrumentos que confiram ao regulador: a) legitimidade, com a consagração de organização interna clara e objetiva e instrumentos regulatórios que propiciem a participação do regulado e terceiros no processo de decisão do regulador; b) eficiência, enfatizando a necessidade de planejamento na execução da política pública setorial regulatória subjacente capaz de avaliar o melhor resultado possível; e c) *accountability,* visando a fiscalização, controle social e institucional da regulação, por parte dos regulados.[843]

A Lei n.º 13.848 de 25 de junho de 2109, que dispõe sobre a gestão, a organização, o processo decisório e o controle social das agências reguladoras (Art. 1º), constituiu importante Marco Regulatório das Agências Regulatórias Federais especialmente por exigir e padronizar regras de governança regulatória.

5.6.2. Perspectiva geral da Lei n.º 13.848.

A Lei Geral das Agências Reguladoras, sancionada em junho de 2019 e em vigor desde 24 de setembro de 2019, estabeleceu parâmetros mínimos de boas práticas regulatórias, via mecanismos de governança, funcionamento e operacionalização de processos internos, ampliação da obrigatoriedade do planejamento regulatório, institucionalização do processo de tomada de decisões, dos mecanismos de participação social, exigindo a interação entre as agências e os setores regulados, legitimando práticas regulatórias reconhecidas internacionalmente.[844]

A Lei Geral das Agências Reguladoras Federais uniformizou questões essenciais ao exercício da regulação, garantindo autonomia administrativa, financeira, independência técnica, instituindo regras de planejamento regulatório, de segurança jurídica, de controle e de participação social.

Entre os aspectos positivos da Lei n.º 13.848/2019, Oliveira e Grotti destacam: (i) fortalecimento da autonomia administrativa das agências reguladoras (Art.

---

[843] OLIVEIRA, Rafael Carvalho Rezende de. **Novo perfil da regulação estatal: administração pública de resultados e análise de impacto regulatório**. Rio de Janeiro: Forense. 2015, p. 184

[844] GUIMARÃES, Luís Gustavo Faria. Comentários sobre a Lei Geral de Agências Reguladoras. RBDP | Belo Horizonte, ano 18, n. 70, p. 85-115, jul./set. 2020, p. 113-114. Disponível em: https://www.prefeitura.sp.gov.br/cidade/secretarias/upload/CEJUR%20-%20PGM/CEJUR%20Clipping/14%C2%AA%20Edi%C3%A7%C3%A3o/Artigos/5.pdf . acesso em: 3 de abr. de 2023.

3º),[845] (ii) consolidação da atividade administrativa regulatória submetida à proporcionalidade e ao atendimento do interesse público (Art. 4º)[846]; (iii) institucionalização do dever de fundamentação ampla no exercício da atividade regulatória (Art. 5º);[847] (iv) generalização das exigências de adoção prévia dos resultados obtidos em análise de impacto regulatório para a expedição de normativos (Art. 6º);[848] (v) solidificação do princípio da decisão colegiada (Art. 7º);[849] (vi) ampliação dos recursos de transparência e participação em processos decisórios, conferindo maior legitimidade

[845] Na forma do Art. 3º, §2º da Lei 13.848, a autonomia administrativa é caracterizada pelas seguintes competências: "*I - solicitar diretamente ao Ministério da Economia: a) autorização para a realização de concursos públicos; b) provimento dos cargos autorizados em lei para seu quadro de pessoal, observada a disponibilidade orçamentária; c) alterações no respectivo quadro de pessoal, fundamentadas em estudos de dimensionamento, bem como alterações nos planos de carreira de seus servidores; II - conceder diárias e passagens em deslocamentos nacionais e internacionais e autorizar afastamentos do País a servidores da agência; III - celebrar contratos administrativos e prorrogar contratos em vigor relativos a atividades de custeio, independentemente do valor*." BRASIL. LEI N. 13.848 de 25 de junho de 2019. Dispõe sobre a gestão, a organização, o processo decisório e o controle social das agências reguladoras. DF: Brasília. Diário Oficial da União. 2019. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2019/lei/l13848.htm. Acesso em: 21 de nov. de 2023.

[846] Na forma do Art. 4º da Lei 13.848, "*A agência reguladora deverá observar, em suas atividades, a devida adequação entre meios e fins, vedada a imposição de obrigações, restrições e sanções em medida superior àquela necessária ao atendimento do interesse público." BRASIL. LEI N. 13.848 de 25 de junho de 2019. Dispõe sobre a gestão, a organização, o processo decisório e o controle social das agências reguladoras."* DF: Brasília. Diário Oficial da União. 2019. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2019/lei/l13848.htm. Acesso em: 21 de nov. de 2023.

[847] Na forma do Art. 5º da Lei 13.848, "*A agência reguladora deverá indicar os pressupostos de fato e de direito que determinarem suas decisões, inclusive a respeito da edição ou não de atos normativos." BRASIL. LEI N. 13.848 de 25 de junho de 2019. Dispõe sobre a gestão, a organização, o processo decisório e o controle social das agências reguladoras."* DF: Brasília. Diário Oficial da União. 2019. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2019/lei/l13848.htm. Acesso em: 21 de nov. de 2023.

[848] Na forma do Art. 6º da Lei 13.848, a adoção e as propostas de alteração de atos normativos de interesse geral dos agentes econômicos, consumidores ou usuários de serviços prestados serão precedidas da realização de Análise de Impacto Regulatório (AIR), que conterá informações e dados sobre os possíveis efeitos do ato normativo. O Decreto n.º 10.411 de 30 de junho de 2020, regulamenta a análise de impacto regulatório, de que tratam o art. 5º da Lei nº 13.874, de 20 de setembro de 2019, e o art. 6º da Lei nº 13.848, de 25 de junho de 2019, apresentando os quesitos mínimos a serem objeto de exame, bem como sobre os casos em que será obrigatória sua realização e aqueles em que se poderá ser dispensada. Ainda, nos casos em que não for realizada a AIR, há a necessidade de, no mínimo, ser disponibilizada uma nora técnica ou documento equivalente que tenha fundamentado a proposta da decisão.

[849] Na forma do Art. 7º da Lei 13.848, o processo de decisão da agência reguladora referente a regulação terá caráter colegiado. O conselho diretor ou a diretoria colegiada da agência reguladora deliberará, por maioria absoluta dos votos de seus membros, entre eles o diretor-presidente, o diretor-geral ou o presidente, conforme definido no regimento interno. Os parágrafos do Art. 7º, dispõem que o conselho diretor ou a diretoria colegiada se manifestará, em relação ao relatório de AIR, sobre a adequação da proposta de ato normativo aos objetivos pretendidos, indicando se os impactos estimados recomendam sua adoção, e, quando for o caso, quais os complementos necessários. Essa manifestação integrará, juntamente com o relatório de AIR, a documentação a ser disponibilizada aos interessados para a realização de consulta ou de audiência pública, caso o conselho diretor ou a diretoria colegiada decida pela continuidade do procedimento administrativo. *BRASIL. LEI N. 13.848 de 25 de junho de 2019. Dispõe sobre a gestão, a organização, o processo decisório e o controle social das agências reguladoras."* DF: Brasília. Diário Oficial da União. 2019. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2019/lei/l13848.htm. Acesso em: 21 de nov. de 2023.

às decisões do regulador, com previsão de decisões deliberativas públicas, consultas públicas e audiências públicas (Arts. 8º ao 13);[850] (vii) perfilhamento do regime de prestação de contas e controle social dos atos do regulador (Arts. 14 ao 24);[851] (viii) disposição sobre as formas de interação institucional entre reguladores e CADE (Arts. 25 à 28), entre agência de regulação federais (Arts. 29 e 30), entre agências e entes de defesa do consumidor e do meio ambiente (Arts. 31 à 33) e entre agências de regulação dos diversos entes federativos (Arts. 34 e 35).[852]

A norma geral sobre regulação federal deveria contemplar o exercício das atividades típicas de regulação abrangendo as funções: normativa, fiscalizatória e sancionatória. Todavia, o Marco Geral Regulatório Federal não trata sobre a questão sancionatória, por exemplo, sobre os princípios materiais incidentes sobre a seara

---

[850] Na forma do Art. 8º da Lei 13.848, as reuniões deliberativas do conselho diretor ou da diretoria colegiada da agência reguladora serão públicas e gravadas em meio eletrônico. A pauta de reunião deliberativa deverá ser divulgada no site da agência com antecedência mínima de 3 dias úteis. Somente poderá ser deliberada matéria que conste da pauta de reunião divulgada. É possível que matérias urgentes e relevantes sejam deliberadas sem prévia inclusão em pauta, a critério do presidente, diretor-presidente ou diretor-geral. Não são públicas as reuniões realizadas para deliberações do conselho diretor ou da diretoria colegiada em matérias que envolvam: I - documentos classificados como sigilosos; II - matéria de natureza administrativa. A consulta pública é o instrumento de apoio à tomada de decisão por meio do qual a sociedade é consultada previamente, por meio do envio de críticas, sugestões e contribuições por quaisquer interessados, sobre proposta de norma regulatória aplicável ao setor de atuação da agência reguladora. O Art. 9º dispõe sobre a consulta pública prévia e obrigatória à tomada de decisão pelo conselho diretor ou pela diretoria colegiada, as minutas e as propostas de alteração de atos normativos de interesse geral dos agentes econômicos, consumidores ou usuários dos serviços prestados. Já o Art. 10 prevê as hipóteses de audiência pública, como instrumento de apoio à tomada de decisão por meio do qual é facultada a manifestação oral por quaisquer interessados em sessão pública previamente destinada a debater matéria relevante. A agência reguladora, por decisão colegiada, poderá convocar audiência pública para formação de juízo e tomada de decisão sobre matéria considerada relevante. *BRASIL. LEI N. 13.848 de 25 de junho de 2019. Dispõe sobre a gestão, a organização, o processo decisório e o controle social das agências reguladoras."* DF: Brasília. Diário Oficial da União. 2019. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2019/lei/l13848.htm. Acesso em: 21 de nov. de 2023.

[851] Na forma do Art. 14 da Lei 13.848, cabe ao Congresso Nacional, com auxílio do Tribunal de Contas da União o controle externo das agências reguladoras. Segundo o Art. 15, a agência reguladora deverá elaborar relatório anual circunstanciado de suas atividades, no qual destacará o cumprimento da política do setor, definida pelos Poderes Legislativo e Executivo, e o cumprimento dos seguintes planos: I - plano estratégico; e II - plano de gestão anual. O relatório anual de atividades deverá conter sumário executivo e será elaborado em consonância com o relatório de gestão integrante da prestação de contas da agência reguladora (art. 9º da Lei nº 8.443/92), devendo ser encaminhado pela agência reguladora, por escrito, no prazo de até 90 dias após a abertura da sessão legislativa do Congresso Nacional, ao Ministro de Estado da pasta a que estiver vinculada, ao Senado Federal, à Câmara dos Deputados e ao Tribunal de Contas da União, e disponibilizado aos interessados na sede da agência e no respectivo site na internet. *BRASIL. LEI N. 13.848 de 25 de junho de 2019. Dispõe sobre a gestão, a organização, o processo decisório e o controle social das agências reguladoras."* DF: Brasília. Diário Oficial da União. 2019. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2019/lei/l13848.htm. Acesso em: 21 de nov. de 2023.

[852] OLIVEIRA, José Roberto Pimenta de, GROTTI, Dinorá Adelaide Musetti Grotti. Direito Administrativo Sancionador regulatório no Brasil breve panorama de desafios. *In*: **Coleção de Direito Administrativo Sancionador: volume 3: Direito Administrativo Sancionador Regulatório**; coord. VORONOFF, Alice, PALMA, Juliana Bonacorsi de, TOLEDO, Renato. Rio de Janeiro: CEEJ. 2022, p. 224-225.

sancionadora administrativa regulatória, ensejando a possibilidade de adoção de regimes dispares nos diversos marcos regulação setorial.[853]

Por outro lado, a Lei n.º 13.848 não legislou sobre o conceito de "agência reguladora", tão somente categorizou, nos incisos do Artigo 2º, onze autarquias na qualidade de agências reguladoras, sobre as quais incontestavelmente, a Lei incide. Defende-se, todavia, a aplicação integral a todas as autarquias federais de regime especial com função de regulação, como é o caso da CVM.

Na forma do Art. 1º, a Lei n.º 13.848 dispõe apenas sobre regras de gestão, de organização, de processo decisório e de controle social das agências reguladoras. A Lei n.º 13.849 aprimora a autonomia administrativa da agência reguladora, o processo de tomada de decisões e institucionaliza, como parte do processo decisório da atividade de regulação, as consultas e as audiências públicas.

Trataremos das regras de mandato dos Diretores das Agências, regras sobre consensualidade e regras sobre governança regulatória contidas na Lei n.º 13.848 por refletir regras caras à estratégia de regulação responsiva na medida em que aumentam a autonomia política da agência reguladora, permitem a consensualidade no âmbito de todas as Agências e determinam o desenvolvimento de uma estrutura obrigatória de governança regulatória necessária à regulação responsiva.

a) Mandato dos Diretores.

Dispõe o Art. 3º, *caput*, sobre a ausência de tutela ou de subordinação hierárquica da agência reguladora, decorrente de sua autonomia funcional, decisória, administrativa e financeira e pela investidura a termo de seus dirigentes e estabilidade durante os mandatos, bem como pelas demais disposições constantes desta Lei ou de leis específicas voltadas à sua implementação.

A autonomia administrativa da agência reguladora é caracterizada pelas seguintes competências: (i) solicitar diretamente ao Ministério da Economia: a) autorização para a realização de concursos públicos; b) provimento dos cargos autorizados em lei para seu quadro de pessoal, observada a disponibilidade orçamentária;

---

[853] OLIVEIRA, José Roberto Pimenta de, GROTTI, Dinorá Adelaide Musetti Grotti. Direito Administrativo Sancionador regulatório no Brasil breve panorama de desafios. *In*: **Coleção de Direito Administrativo Sancionador: volume 3: Direito Administrativo Sancionador Regulatório**; coord. VORONOFF, Alice, PALMA, Juliana Bonacorsi de, TOLEDO, Renato. Rio de Janeiro: CEEJ. 2022, p. 225-226.

c) alterações no respectivo quadro de pessoal, fundamentadas em estudos de dimensionamento, bem como alterações nos planos de carreira de seus servidores; (ii) conceder diárias e passagens em deslocamentos nacionais e internacionais e autorizar afastamentos do País a servidores da agência; (iii) celebrar contratos administrativos e prorrogar contratos em vigor relativos a atividades de custeio, independentemente do valor (Art. 3º, §2º).

A Lei nº 13.848 promoveu alterações substanciais nas regras sobre o mandato dos diretores das Agências Reguladoras, alterando a Lei n.º 9.986 de 18 de julho de 2000, que dispõe sobre a gestão de recursos humanos das Agências Reguladoras. As duas principais mudanças foram: a) o mandato dos diretores de todas as Agências Reguladoras federais passou a ser de 5 anos e b) passou a ser proibida a recondução dos diretores ao final dos mandatos· (Art. 6º da Lei 9.986)[854], ficando mantidos os prazos de encerramento dos mandatos de diretores, conselheiros, presidentes, diretores-gerais e diretores-presidentes de agências reguladoras nomeados anteriormente à entrada em vigor da Lei nº 13.848.[855]

A Lei 13.848 introduziu a regra do mandato não coincidente. Os mandatos dos membros do Conselho Diretor ou da Diretoria Colegiada das Agências Reguladoras serão não coincidentes, de modo que, sempre que possível, a cada ano, ocorra o término de um mandato e uma consequente nova indicação. Os mandatos que não forem providos no mesmo ano em que ocorrer sua vacância terão a duração reduzida, a fim de viabilizar a observância à regra de não coincidência (Art. 4º, §§ 1º e 2º).

Determina-se que cada Agência Reguladora possua em sua estrutura organizacional uma procuradoria, que a representará em juízo, uma ouvidoria e uma auditoria (Art. 4º, § 3º), visando maior independência da atividade de fiscalização dos atos da Agência.

---

[854] Nos termos do Art. 6º, §1º da Lei n.º 6.385 de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários, com redação da Lei n.º 10.4011 de 26 de fevereiro de 2002, o mandato dos Diretores da Comissão será de cinco anos vedada a recondução, devendo ser renovado a cada ano um quinto dos membros do Colegiado.

[855] A Lei nº 9.986 constitui lei geral sobre a gestão de recursos humanos das Agências Reguladoras aplicável a todas as agências. A Lei 13.848 implicou importantes alterações da Lei nº 9.986/2000 relacionadas ao mandato e com intuito de garantir maior independência política das agências reguladoras.

Foram introduzidos critérios mais restritos para escolha dos Diretores das Agências Reguladoras (Art. 5º). O Presidente, Diretor-Presidente ou Diretor-Geral e os demais membros do Conselho Diretor ou da Diretoria Colegiada das Agências Reguladoras deverão ser: brasileiros, indicados pelo Presidente da República e por ele nomeados, após aprovação pelo Senado Federal, nos termos da alínea "f" do inciso III do art. 52 da Constituição Federal, entre cidadãos de reputação ilibada e de notório conhecimento no campo de sua especialidade, devendo ser atendidos 1 (um) dos requisitos das alíneas "a", "b" e "c" do inciso I do Art. 5º[856] e, cumulativamente, ter formação acadêmica compatível com o cargo para o qual foi indicado (Art. 5º, II).

Estabeleceram-se vedações para a indicação de pessoas ao Conselho Diretor ou a Diretoria Colegiada (Art. 8º-A). Não podem ser indicadas para integrar o Conselho Diretor: a) Ministro de Estado, Secretário de Estado, Secretário Municipal, dirigente estatutário de partido político e titular de mandato no Poder Legislativo de qualquer ente da federação, ainda que licenciados dos cargos; b) pessoa que tenha atuado, nos últimos 36 (trinta e seis) meses, como participante de estrutura decisória de partido político ou em trabalho vinculado à organização, estruturação e realização de campanha eleitoral; c) pessoa que exerça cargo em organização sindical; d) pessoa que tenha participação, direta ou indireta, em empresa ou entidade que atue no setor sujeito à regulação exercida pela Agência Reguladora em que atuaria, ou que tenha matéria ou ato submetido à apreciação dessa Agência Reguladora; e) pessoa que se enquadre nas hipóteses de inelegibilidade previstas no inciso I do *caput* do Art. 1º da Lei Complementar nº 64, de 18 de maio de 1990; f) membro de conselho ou de diretoria de associação, regional ou nacional, representativa de interesses patronais ou trabalhistas ligados às atividades reguladas pela respectiva Agência. Todas estas vedações estendem-se aos

[856] São requisitos do Art. 5º, inciso I da Lei n.º 9.986 de 1990: *(...) "I - ter experiência profissional de, no mínimo: a) 10 (dez) anos, no setor público ou privado, no campo de atividade da agência reguladora ou em área a ela conexa, em função de direção superior; ou b) 4 (quatro) anos ocupando pelo menos um dos seguintes cargos: 1. cargo de direção ou de chefia superior em empresa no campo de atividade da agência reguladora, entendendo-se como cargo de chefia superior aquele situado nos 2 (dois) níveis hierárquicos não estatutários mais altos da empresa; 2. cargo em comissão ou função de confiança equivalente a DAS-4 ou superior, no setor público; 3. cargo de docente ou de pesquisador no campo de atividade da agência reguladora ou em área conexa; ou c) 10 (dez) anos de experiência como profissional liberal no campo de atividade da agência reguladora ou em área conexa."* BRASIL. Lei n.º 9.986 de 18 de julho de 2000. DF: Brasília. Diário Oficial da União. 2000. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L9986.htm#art4. Acesso em: 23 de nov. de 2023.

parentes consanguíneos ou afins até o terceiro grau das pessoas mencionadas (Art. 8º-Aº, parágrafo único).

Estabeleceram-se as seguintes vedações aos membros do Conselho Diretor ou da Diretoria Colegiada (Art. 8º-B): a) receber, a qualquer título e sob qualquer pretexto, honorários, percentagens ou custas; b) exercer qualquer outra atividade profissional, ressalvado o exercício do magistério, desde que compatíveis os horários; c) participar de sociedade simples ou empresária ou de empresa de qualquer espécie, na forma de controlador, diretor, administrador, gerente, membro de conselho de administração ou conselho fiscal, preposto ou mandatário; d) emitir parecer sobre matéria de sua especialização, ainda que em tese, ou atuar como consultor de qualquer tipo de empresa; e) exercer atividade sindical; f) exercer atividade político-partidária; g) estar em situação de conflito de interesse, nos termos da Lei nº 12.813, de 16 de maio de 2013.

A infringência de quaisquer das vedações acima relacionadas, importa em nova hipótese de perda do mandato para os diretores na forma do Art. 9º, inciso III. As hipóteses de perda do mandato para diretores de Agências Reguladoras federais são, portanto: a) renúncia, b) condenação judicial transitada em julgado ou de condenação em processo administrativo disciplinar; e c) por infringência de quaisquer das vedações previstas no art. 8º-B desta Lei (Art. 9º).

Foram ampliados os prazos de quarentena dos Diretores da Agência de quatro meses para seis meses, ficando os membros do Conselho Diretor ou da Diretoria Colegiada impedidos de exercer atividade ou de prestar qualquer serviço no setor regulado pela respectiva Agência, por período de 6 (seis) meses, contados da exoneração ou do término de seu mandato. Inclui-se no período eventuais períodos de férias não gozadas. Durante o impedimento, o ex-dirigente ficará vinculado à Agência, fazendo jus a remuneração compensatória equivalente à do cargo de direção que exerceu e aos benefícios a ele inerentes. Incorre na prática de crime de advocacia administrativa, sujeitando-se às penas da lei, o ex-dirigente que violar o impedimento previsto neste artigo, sem prejuízo das demais sanções cabíveis, administrativas e civis (Art. 8º).

Em caso de vacância e durante o período de vacância dos cargos de diretores, ou seja, do período que anteceder a nomeação de novo titular do Conselho Diretor ou da Diretoria Colegiada, deverá ser respeitada uma lista de substituição formada

por três servidores da Agência, ocupantes dos cargos de Superintendente, Gerente-Geral ou equivalente hierárquico, escolhidos e designados pelo Presidente da República entre os indicados pelo Conselho Diretor ou pela Diretoria Colegiada, observada a ordem de precedência constante do ato de designação para o exercício da substituição (Art. 10, §1º). O Consulta Diretor ou a Diretoria Colegiada indicará ao Presidente da República três nomes para cada vaga na lista (Art. 10, §2º). Na ausência da designação da lista até 31 de janeiro do ano subsequente à indicação, exercerá o cargo vago, interinamente, o Superintendente ou o titular de cargo equivalente, na Agência Reguladora, com maior tempo de exercício na função (Art. 10, §3º). Cada servidor permanecerá por, no máximo, dois anos contínuos na lista de substituição, somente podendo a ela ser reconduzido após dois anos (Art. 10, §4º). Aplicam-se ao substituto os requisitos subjetivos quanto à investidura, às proibições e aos deveres impostos aos membros do Conselho Diretor ou da Diretoria Colegiada, enquanto permanecer no cargo (Art. 10, §5º). Em caso de vacância de mais de um cargo no Conselho Diretor ou na Diretoria Colegiada, os substitutos serão chamados na ordem de precedência na lista, observado o sistema de rodízio (Art. 10, §6º). O mesmo substituto não exercerá interinamente o cargo por mais de 180 (cento e oitenta) dias contínuos, devendo ser convocado outro substituto, na ordem da lista, caso a vacância ou o impedimento do membro do Conselho Diretor ou da Diretoria Colegiada se estenda além desse prazo (Art. 10, §7º).

b) Atividade sancionatória e consensualidade.

No âmbito da atividade sancionadora do ente de regulação, o Marco Geral da Regulação Federal admite expressamente a consensualidade, autorizando a possibilidade de celebração de termos de ajustamento de conduta, com pessoas físicas ou jurídicas sujeitas a sua competência regulatória (Art. 32).

As Agências Reguladoras são autorizadas a celebrar, com força de título executivo extrajudicial, termo de ajustamento de conduta com pessoas físicas ou jurídicas sujeitas a sua competência regulatória, aplicando-se os requisitos do Art. 4º-A da Lei nº 9.469/97.[857]

[857] Lei n.º 9.469 de 10 de julho de 1997. Regulamenta o disposto no inciso VI do art. 4º da Lei Complementar nº 73, de 10 de fevereiro de 1993; dispõe sobre a intervenção da União nas causas em que figurarem, como autores ou réus, entes da administração indireta; regula os pagamentos devidos pela Fazenda Pública em virtude de sentença judiciária; revoga a Lei nº 8.197, de 27 de junho de 1991, e a Lei nº 9.081, de 19 de julho de 1995, e dá outras providências. BRASIL. DF: Brasília. Diário Oficial da União. 1997. Art. 4º-A. O termo de ajustamento de conduta, para prevenir ou terminar litígios, nas hipóteses que

Enquanto perdurar a vigência do correspondente termo de ajustamento de conduta, ficará suspensa, em relação aos fatos que deram causa a sua celebração, a aplicação de sanções administrativas de competência da Agência Reguladora à pessoa física ou jurídica que o houver firmado.

No caso de celebração de termo de ajustamento de conduta entre um dos legitimados para a ação civil pública (§ 6º do Art. 5º da Lei nº 7.347/85 (Lei da Ação Civil Pública), e uma empresa que atua no serviço regulado, a Agência Reguladora deverá ser obrigatoriamente comunicada.

Por outro lado, a Lei n.º 13.848 dispõe sobre a interação operacional entre as Agências Reguladoras federais e as agências reguladoras ou os órgãos de regulação estaduais, distritais e municipais (Arts. 34 e 35) que, em suas respectivas áreas de competência, podem implementar, a seu critério e mediante formalização de acordo de cooperação, a descentralização de suas atividades fiscalizatórias, sancionatórias e arbitrais, exceto quanto a atividades do Sistema Único de Saúde, restando vedada a delegação de competências normativas (Art. 34, §1º).

c) Instrumentos de governança regulatória: legitimação, eficiência e accountability.

Ao analisarmos o teor da Lei n.º 13.848 nota-se a preocupação em categorizar, em lei, os pressupostos básicos de governança regulatória, consagrando, notadamente, os princípios da eficiência, motivação, participação social, devido processo de tomada de decisões, transparência e interesse público, na atividade regulatória, além de uniformar as práticas mínimas que devem ser seguidas pelos entes de regulação.

(i) Instrumentos de legitimação.

As decisões do regulador ficam vinculadas sempre ao cumprimento do interesse público a que se destinam. Neste sentido, a Lei n.º 13.848 determina a obrigatoriedade, no exercício da atividade de regulação, de adequação entre imposição de

---

envolvam interesse público da União, suas autarquias e fundações, firmado pela Advocacia-Geral da União, deverá conter: I - a descrição das obrigações assumidas; II - o prazo e o modo para o cumprimento das obrigações; III - a forma de fiscalização da sua observância; IV - os fundamentos de fato e de direito; e V - a previsão de multa ou de sanção administrativa, no caso de seu descumprimento. Parágrafo único. A Advocacia-Geral da União poderá solicitar aos órgãos e entidades públicas federais manifestação sobre a viabilidade técnica, operacional e financeira das obrigações a serem assumidas em termo de ajustamento de conduta, cabendo ao Advogado-Geral da União a decisão final quanto à sua celebração. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l9469.htm. Acesso em: 22 de nov. de 2023.

obrigações, restrições e sanções aos objetivos ou finalidades de interesse público a serem alcançados, de modo que a aplicação e intensidade dos primeiros restrinjam-se ao cumprimento do interesse público perseguido pelo ente regulador (Art. 4º). Na mesma linha, como forma de cumprimento dos princípios de interesse público e da legalidade, dispõe a Lei sobre a obrigatoriedade de motivação das decisões dos reguladores (Art. 5º).

O processo decisório adotado pelas Agências reguladoras deve observar a inclusão de três premissas: (i) o princípio da proporcionalidade no ato decisório; (ii) o dever de motivação das deliberações e (iii) a priorização das decisões colegiadas.

O princípio da proporcionalidade no ato decisório determina que a Agência Reguladora deverá observar, em suas atividades, a devida adequação entre meios e fins, vedada a imposição de obrigações, restrições e sanções em medida superior àquela necessária ao atendimento do interesse público (Art. 4º).

O dever de motivação das deliberações significa que a Agência Reguladora deverá indicar os pressupostos de fato e de direito que determinarem suas decisões, inclusive a respeito da edição ou não de atos normativos (Art. 5º).

O dever de priorizar as decisões colegiadas significa que as decisões relacionadas à regulação deverão ser colegiadas, ou seja: o processo de decisão da Agência Reguladora referente a regulação terá caráter colegiado (Art. 7º, *caput*). O conselho diretor ou a diretoria colegiada deliberará por maioria absoluta dos votos de seus membros, entre eles o diretor-presidente, o diretor-geral ou o presidente, conforme definido no regimento interno (Art. 7º, §1º). As reuniões deliberativas do conselho diretor ou da diretoria colegiada da agência reguladora serão públicas e gravadas em meio eletrônico (Art. 8º, *caput)*.

Para possibilitar a participação popular, a pauta de reunião deliberativa deverá ser divulgada no site da Agência com antecedência mínima de 3 dias úteis (Art. 8º, §1º) e somente poderá ser deliberada matéria que conste da pauta de reunião divulgada (Art. 8º, §2º), sendo possível que matérias urgentes e relevantes sejam deliberadas sem prévia inclusão em pauta, a critério do presidente, diretor-presidente ou diretor-geral (Art. 8º, §5º). Não serão públicas as deliberações realizadas pelo conselho diretor ou da diretoria colegiada em matérias que envolvam: (i) documentos classificados como sigilosos; ou (ii) matéria de natureza administrativa (Art. 8º, §6º).

Na forma do Art. 9º, §1º a consulta pública é o instrumento de apoio à tomada de decisão por meio do qual a sociedade é consultada previamente, por meio do envio de críticas, sugestões e contribuições por quaisquer interessados, sobre proposta de norma regulatória aplicável ao setor de atuação da agência reguladora.

Serão objeto de consulta pública, prévia à tomada de decisão pelo conselho diretor ou pela diretoria colegiada, as minutas e as propostas de alteração de atos normativos de interesse geral dos agentes econômicos, consumidores ou usuários dos serviços prestados (Art. 9º, *caput*).

Na forma do Art. 10, audiência pública é o instrumento de apoio à tomada de decisão por meio do qual é facultada a manifestação oral por quaisquer interessados em sessão pública previamente destinada a debater matéria relevante.

A Agência Reguladora, por decisão colegiada, poderá convocar audiência pública para formação de juízo e tomada de decisão sobre matéria considerada relevante.

A gestão das Agências Reguladoras deve obedecer às técnicas de *compliance* mínimas, como a adoção de práticas de gestão de riscos e de controle interno e a elaboração e divulgação de programa de integridade, com o objetivo de promover a adoção de medidas e ações institucionais destinadas à prevenção, à detecção, à punição e à remediação de fraudes e atos de corrupção (Art. 3º, §3º).

(ii) Instrumentos de eficiência.

No que toca à consagração do interesse público, transparência e eficiência, segue o Marco Geral da Regulação Federal com apresentação das hipóteses em que será obrigatória, por parte dos entes de regulação, a elaboração de estudos prévios à tomada de decisões, de modo a reunir informações e dados relacionados aos possíveis efeitos de ato normativo proposto, tendo em vista o interesse geral dos agentes econômicos, consumidores ou usuários dos serviços prestados, através de Análise de Impacto Regulatório (AIR), cuja operacionalização seguirá disciplina do regimento interno de cada ente de regulação (Art. 6º). O exame do relatório tem por objetivo verificar se o ato normativo proposto é adequado aos objetivos pretendidos.

Deste modo, a adoção e as propostas de alteração de atos normativos de interesse geral dos agentes econômicos, consumidores ou usuários dos serviços prestados serão precedidas da realização de Análise de Impacto Regulatório (AIR), que conterá informações e dados sobre os possíveis efeitos do ato normativo.

O Decreto n.º 10.411 de 30 de junho de 2020 regulamenta a análise de impacto regulatório de que trata o Art. 6º da Lei nº 13.848 e define o conteúdo e a metodologia da AIR, os quesitos mínimos a serem objeto de exame, bem como sobre os casos em que será obrigatória sua realização e aqueles em que poderá ser dispensada.

Nos casos em que não for realizada a AIR, deverá ser disponibilizada, no mínimo, nota técnica ou documento equivalente que tenha fundamentado a proposta de decisão (Art. 6º, §5º).

O conselho diretor ou a diretoria colegiada se manifestará, em relação ao relatório de AIR, sobre a adequação da proposta de ato normativo aos objetivos pretendidos, indicando se os impactos estimados recomendam sua adoção e, quando for o caso, quais os complementos necessários. Essa manifestação integrará, juntamente com o relatório de AIR, a documentação a ser disponibilizada aos interessados para a realização de consulta ou de audiência pública, caso o conselho diretor ou a diretoria colegiada decida pela continuidade do procedimento administrativo (Art. 6º, §§ 3º e 4º).

(iii) Instrumentos de accountability.

Como instrumento de controle das atividades de regulação, a Lei determina o controle externo pelo Congresso Nacional, tal como previsto na Constituição Federal, com o auxílio do Tribunal de Contas da União (Arts. 14 à 16).

Sobre planejamento e transparência, o marco geral dispõe o dever de apresentação, pelas agências, de planos estratégico e de gestão anual e emissão de um relatório anual de atividades dos planos capazes de permitir o acompanhamento das ações desenvolvidas pelas agências, conferindo transparência e possibilidade de controle social (Arts. 17 à 21).

No "Relatório anual das atividades", a Agência Reguladora deverá elaborar relatório anual circunstanciado de suas atividades, no qual destacará o cumprimento da política do setor, definida pelos Poderes Legislativo e Executivo, e o cumprimento dos seguintes planos: I - plano estratégico; e II - plano de gestão anual (Art. 15).

O relatório anual de atividades deverá conter sumário executivo e será elaborado em consonância com o relatório de gestão integrante da prestação de contas da agência reguladora (Art. 9º da Lei nº 8.443/92), devendo ser encaminhado pela Agência

Reguladora, por escrito, no prazo de até noventa dias após a abertura da sessão legislativa do Congresso Nacional, ao Ministro de Estado da pasta a que estiver vinculada, ao Senado Federal, à Câmara dos Deputados e ao Tribunal de Contas da União, e disponibilizado aos interessados na sede da Agência e no respectivo site na internet (Art. 15, §2º).

Os Objetivos dos planos estratégico e de gestão consistem em: (i) aperfeiçoar o acompanhamento das ações da Agência Reguladora, inclusive de sua gestão, promovendo maior transparência e controle social; (ii) aperfeiçoar as relações de cooperação da Agência Reguladora com o Poder Público, em particular no cumprimento das políticas públicas definidas em lei; (iii) promover o aumento da eficiência e da qualidade dos serviços da Agência Reguladora de forma a melhorar o seu desempenho, bem como incrementar a satisfação dos interesses da sociedade, com foco nos resultados; e (iv) permitir o acompanhamento da atuação administrativa e a avaliação da gestão da Agência (Art. 15, §1º).

O "Plano de comunicação" deverá ser implementado pela Agência Reguladora em cada exercício, visando a divulgação, com caráter informativo e educativo, de suas atividades e dos direitos dos usuários perante a Agência Reguladora e as empresas que compõem o setor regulado (Art. 16).

A Agência Reguladora também deverá elaborar um "Plano Estratégico" para cada período quadrienal, que conterá os objetivos, as metas e os resultados estratégicos esperados das ações da Agência Reguladora relativos a sua gestão e a suas competências regulatórias, fiscalizatórias e normativas, bem como a indicação dos fatores externos alheios ao controle da agência que poderão afetar significativamente o cumprimento do plano (Art. 17).

O plano de gestão anual da Agência Reguladora será alinhado às diretrizes estabelecidas no plano estratégico, será o instrumento anual do planejamento consolidado da Agência Reguladora e contemplará ações, resultados e metas relacionados aos processos finalísticos e de gestão. O plano de gestão anual deverá: (i) especificar, no mínimo, as metas de desempenho administrativo e operacional e as metas de fiscalização a serem atingidas durante sua vigência, as quais deverão ser compatíveis com o plano estratégico; e (ii) prever estimativa de recursos orçamentários e cronograma de desembolso dos recursos financeiros necessários ao alcance das metas definidas (Arts. 18 e 19).

A Agência Reguladora implementará a "Agenda regulatória" no respectivo âmbito de atuação, instrumento de planejamento da atividade normativa que conterá o conjunto dos temas prioritários a serem regulamentados pela Agência durante sua vigência. A agenda regulatória deverá ser alinhada com os objetivos do plano estratégico e integrará o plano de gestão anual. A agenda regulatória será aprovada pelo conselho diretor ou pela diretoria colegiada e será disponibilizada na sede da Agência e no respectivo site na internet (Art. 21).

A Agência Reguladora deverá estruturar uma ouvidoria, contendo um "Ouvidor" que atuará sem subordinação hierárquica e exercerá suas atribuições sem acumulação com outras funções, com as seguintes *atribuições:* (i) zelar pela qualidade e pela tempestividade dos serviços prestados pela Agência; (ii) acompanhar o processo interno de apuração de denúncias e reclamações dos interessados contra a atuação da agência; e (iii) elaborar relatório anual de ouvidoria sobre as atividades da agência (Art. 22, §1º). O ouvidor terá acesso a todos os processos da agência reguladora (Art. 22, §2º). O ouvidor deverá manter em sigilo as informações que tenham caráter reservado ou confidencial (Art. 22, §3º). O ouvidor deverá elaborar "Relatório anual" sobre as atividades da agência. Os relatórios do ouvidor deverão ser encaminhados ao conselho diretor ou à diretoria colegiada da agência reguladora, que poderá se manifestar no prazo vinte de dias úteis (Art. 22, §4º). Os relatórios do ouvidor não terão caráter impositivo, cabendo ao conselho diretor ou à diretoria colegiada deliberar, em última instância, a respeito dos temas relacionados ao setor de atuação da agência reguladora (Art. 22, §5º). Transcorrido o prazo para manifestação do conselho diretor ou da diretoria colegiada, o ouvidor deverá encaminhar o relatório e, se houver, a respectiva manifestação ao titular do ministério a que a agência estiver vinculada, à Câmara dos Deputados, ao Senado Federal e ao Tribunal de Contas da União, bem como divulgá-los no site da Agência na internet (Art. 22, §6º).

O ouvidor será escolhido pelo Presidente da República e por ele nomeado, após prévia aprovação do Senado Federal, nos termos da alínea "f" do inciso III do Art. 52 da CF/88[858] (Art. 23, *caput).* O ouvidor não pode ser alguém que se enquadre nas hipóteses de inelegibilidade previstas no inciso I do *caput* do Art. 1º da LC 64/90 e deve

[858] BRASIL. CONSTITUIÇÃO FEDERAL. Art. 52. Compete privativamente ao Senado Federal: (...) III - aprovar previamente, por voto secreto, após arguição pública, a escolha de: (...) f) titulares de outros cargos que a lei determinar; (...). Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm. Acesso em: 22 de nov. de 2023.

ter notório conhecimento em administração pública ou em regulação de setores econômicos, ou no campo específico de atuação da Agência Reguladora (Art. 23, *caput*). O ouvidor terá mandato de 3 anos, vedada a recondução. O ouvidor somente perderá o cargo em caso de: renúncia; condenação judicial transitada em julgado; ou condenação em processo administrativo disciplinar (Art. 23, §1º). É vedado ao ouvidor ter participação, direta ou indireta, em empresa sob regulação da respectiva agência reguladora (Art. 23, §2º). Para assegurar maior independência do ouvidor, o processo administrativo contra o ouvidor somente poderá ser instaurado pelo titular do Ministério ao qual a agência está vinculada, por iniciativa de seu Ministro ou do Ministro de Estado da Controladoria-Geral da União, em decorrência de representação promovida pelo conselho diretor ou pela diretoria colegiada da respectiva agência (Art. 23, §3º). Na hipótese de vacância no cargo de ouvidor no curso do mandato, este será completado por sucessor investido na mesma forma da escolha do ouvidor, que exercerá o cargo pelo prazo remanescente, admitida a recondução se tal prazo for igual ou inferior a 2 (dois) anos (Art. 23, §4º).

5.6.3. A atuação da CVM à luz da Lei n.º 13.848 e a CVM.

Embora não seja declarada a adesão integral da CVM às regras contidas no Marco Geral da Regulação Federal, parece evidente a sua subsunção à Lei. A Lei n.º 13.848 vincula os entes de regulação, autarquias federais sob regime especial que, de fato, exerçam atividade regulatória, independente se formalmente classificados como agências reguladoras ou não. A CVM tem aplicado algumas diretrizes contempladas pela Lei n.º 13.848 no exercício da sua atividade de regulação.

Mais do que impor obrigações às agências reguladoras, a Lei n.º 13.848 consagra os princípios do interesse público, eficiência, transparência, participação social, motivação, entre outros, no exercício da atividade de regulação estatal federal.

No âmbito da regulação CVM, analisa-se o mandato dos diretores e a estrutura de atuação da Autarquia com relação à governança regulatória fundamentada em três pressupostos: (i) legitimidade: com a consagração de instrumentos regulatórios que propiciem a participação popular no processo de decisão do regulador; (ii) eficiência: enfatizando a necessidade de planejamento na execução da política pública setorial regulatória subjacente capaz de avaliar o melhor resultado possível; e (iii) *accountability:*

visando a fiscalização, controle social e institucional da regulação, por parte dos regulados[859].

A Lei n.º 13.848 apresenta o grande benefício de suprir uma carência dos entes de regulação por uma padronização/uniformização de regras gerais aplicáveis a todas as agências, dentre os quais: a) estabelece a implementação de gestão de riscos e controles internos (Art. 2°, § 3°); b) estabelece a criação de um programa de integridade, importante mecanismo de prevenção e punição de fraudes e atos de corrupção (Art. 2°, § 3°); c) institui a Análise de Impacto Regulatório (AIR), como mecanismo de avaliação/validação de propostas de alteração de atos normativos de interesse geral dos agentes econômicos (Art. 6°); d) prevê a realização de consultas e audiências públicas voltadas para minutas e propostas de alteração de atos normativos de interesse geral dos agentes econômicos, consumidores ou usuários dos serviços prestados - foco na participação externa, proporcionando transparência e publicidade aos atos (Art. 9°); d) prevê a elaboração de plano estratégico, plano de gestão anual e agenda regulatória (Art. 17); e) obriga a implantação de ouvidorias (Art. 22). Analisa-se se e como a CVM é aderente a estas regras.

a) Mandato dos Diretores.

A Lei Geral das Agências Reguladoras Federais atribui autonomia funcional, decisória, administrativa e financeira, pela investidura a termo de seus dirigentes e estabilidade durante os mandatos aos dirigentes dos entes de regulação (Art. 3º), para que desenvolvam suas atividades regulatórias com responsabilidade e de forma organizada e sob os princípios que regem a administração pública[860].

---

[859] OLIVEIRA, Rafael Carvalho Rezende de. **Novo perfil da regulação estatal: administração pública de resultados e análise de impacto regulatório**. Rio de Janeiro: Forense. 2015, p. 184

[860] O Decreto n.º 11.234 de 10 de outubro de 2022, alterado pelo Decreto n.º 11.594 de 10 de julho de 2023, alterou a Estrutura Regimental e o Quadro Demonstrativo dos Cargos em Comissão e das Funções de Confiança da Comissão de Valores Mobiliários - CVM e remanejando e transformando cargos em comissão e funções de confiança. BRASIL. DECRETO N.º 11.234 de 10 de outubro de 2022. Aprova a Estrutura Regimental e o Quadro Demonstrativo dos Cargos em Comissão e das Funções de Confiança da Comissão de Valores Mobiliários - CVM e remaneja e transforma cargos em comissão e funções de confiança. Brasília, DF: Diário Oficial da União, 2022.

A Lei nº 13.848 alterou as regras sobre o Mandato dos Diretores das agências reguladoras previstas na Lei n.º 9.986/2000, sendo as principais mudanças relacionadas a uniformização do tempo do mandato (5 anos), a proibição de recondução dos diretores ao final dos mandatos[861] e a introdução da regra do mandato não coincidente.

Também foram introduzidos critérios mais restritos para escolha dos Diretores das agências reguladoras (Art. 5º), estabeleceram-se vedações para a indicação de pessoas ao Conselho Diretor ou a Diretoria Colegiada (Art. 8º-A e Art. 8-B)[862], sendo que a infringência de quaisquer das vedações acima relacionadas, importa em nova hipótese de perda do mandato para os diretores na forma do Art. 9º, inciso III.

As hipóteses de perda do mandato para diretores de agências reguladas federais são: a) renúncia, b) condenação judicial transitada em julgado ou de condenação em processo administrativo disciplinar; e c) por infringência de quaisquer das vedações previstas no art. 8º-B desta Lei (Art. 9º).

Foram ampliados os prazos de quarentena dos Diretores da Agência de quatro meses para seis meses e estabelecido novas regras para os casos de vacância dos cargos de diretores (Art. 10).

Segue-se à análise concreta sobre questões relacionadas aos mandatos dos diretores da CVM à luz da Lei 13.848.

Nos termos da Lei nº 6.385, a CVM é administrada por um presidente e quatro diretores, nomeados pelo Presidente da República dentre pessoas de ilibada

---

[861] A Lei das Agências Reguladoras (Lei 13.848, de 2019) estabelece que os diretores terão mandato de cinco anos, no máximo, sem recondução. O entendimento atual é de que um diretor que depois seja alçado à condição de diretor-geral ou presidente da mesma agência não tenha esse tempo somado, e que cada um desses cargos tenha o prazo contabilizado separadamente, o que permitiria um tempo maior que os cinco anos. Na interpretação do atual presidente do Senado Federal, Rodrigo Pacheco, a lei não veda essa prática. No entanto, o TCU pode determinar se um diretor que posteriormente ocupe o cargo de diretor-geral ou presidente da mesma agência terá os mandatos contabilizados separadamente, o que levaria à interrupção de mandatos de diretores de agências reguladoras e à interpretação da Lei n.º 13.848 em razão de uma decisão do Tribunal de Contas da União (TCU). SENADO FEDERAL. Disponível em: https://www12.senado.leg.br/noticias/materias/2023/08/15/pacheco-condena-possivel-interrupcao-de-mandatos-em-agencias-reguladoras. Acesso em: 27 de nov. de 2023.

[862] O Plenário do Supremo Tribunal Federal (STF) manteve a proibição de que servidores das agências reguladoras exerçam outra atividade profissional ou de direção político-partidária. A decisão, unânime, foi tomada no julgamento, em sessão virtual, da Ação Direta de Inconstitucionalidade (ADI) 6033. STF. Disponível em: https://portal.stf.jus.br/noticias/verNoticiaDetalhe.asp?idConteudo=505000&ori=1. Acesso em: 27 de nov. de 2023.

reputação e reconhecida competência em matéria de mercado de valores mobiliários, após aprovação pelo Senado Federal (Art. 6º, *caput*), para um mandato de 5 anos, vedada a recondução, devendo ser renovado a cada ano um quinto dos membros do Colegiado (Art. 6º, §1º).

Ainda na forma da Lei n.º 6.385/76, as hipóteses de perda do mandato dos Diretores são: (i) renúncia, (ii) condenação judicial transitada em julgado ou resultante de processo administrativo disciplinar (Art. 6º, §2º); (iii) a inobservância, pelo Presidente ou Diretor, dos deveres e das proibições inerentes ao cargo (Art. 6º, §3º); cabendo ao Ministro de Estado da Fazenda instaurar o processo administrativo disciplinar, que será conduzido por Comissão Especial, competindo ao Presidente da República determinar o afastamento preventivo, quando for o caso, e proferir o julgamento (Art. 6º, §4º) .

Os casos de vacância serão sanados com a nomeação do Diretor mais antigo ou o mais idoso, nessa ordem, até nova nomeação, sem prejuízo de suas atribuições, para completar o mandato do substituído (Art. 6º, §§5º e 6º).

Cabe à Presidência, planejar, dirigir, coordenar e controlar as atividades da CVM, em estreita consonância com as diretrizes traçadas pelo Conselho Monetário Nacional; representar a CVM, ativa e passivamente, em juízo ou fora dele, podendo, em casos específicos, delegar estas atribuições a outros membros do Colegiado; Convocar e presidir as reuniões do Colegiado.

O Presidente e a Diretoria constituem o Colegiado. Ao Colegiado cabe: fixar a política geral da CVM; expedir os atos normativos e exercer outras atribuições legais e complementares de competência da CVM, além de estabelecer as práticas a serem implantadas e desenvolvidas pelo corpo de Superintendentes, instância executiva da Autarquia.

Em sede de Decisão do Tribunal de Contas da União (TCU), Voto proferido no Acordão n.º 3525/2020, Processo de Auditoria 027.307/2018-8, do Plenário e sob Relatoria do Ministro Raimundo Carneiro, após ampla e profunda primeira grande análise da CVM, concluiu-se pela possibilidade de conflito de interesses, efetivo, potencial ou aparente, na atuação do colegiado da CVM.

Segundo consta no Acordão n.º 3525, há indícios de potencial conflito de interesse dos diretores e ex-diretores da CVM, considerando-se o substancial número de processos administrativos perante a Autarquia que têm menção à atuação desses diretores, antes, durante e depois do exercício dos respectivos mandatos.

Segundo o TCU, as decisões do colegiado da CVM, principalmente, em sede de processos administrativos sancionadores, são tomadas em caráter *ad hoc*, caso a caso, sem referência a precedentes consolidados sob a forma de súmulas, de decisões-paradigma, de pareceres de orientação e de repositórios selecionados de julgados.

Diante do diagnostico recomendou-se que a Autarquia:

> **...**institua vetores decisórios objetivos pré-estabelecidos e transparentes que, observando precedentes decisórios do colegiado da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), permitam aos regulados decisões mais previsíveis aos processos administrativos daquela autarquia, em conformidade com o princípio constitucional da igualdade, insculpido no art. 37, caput, da Constituição Federal.
>
> ...modernize seus sistemas de apoio à gestão processual, tornando eletrônicos todos os seus processos, além de propiciar e sistematizar o lançamento de informações processuais essenciais para a elaboração de relatórios de gestão, controle e rastreamento de processos e realização de buscas estruturadas, de maneira a tornar automática toda e qualquer consulta a dados dos processos geridos pela entidade, bem como proceder à sistematização da jurisprudência da entidade, também por meio de ferramentas de TI, de maneira a tornar fácil e ágil o acesso e a busca por informações.

O TCU recomendou ao Ministério da Economia:

> ...que avalie, com fulcro no princípio constitucional da impessoalidade, a oportunidade e a conveniência de indicar, para a diretoria da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), servidores efetivos provenientes dos quadros ativos das superintendências finalísticas da CVM, de modo a manter o equilíbrio na composição do Colegiado Diretor da Autarquia.

De fato, em sede de atividade sancionadora da CVM, falta a adoção de processos administrativos bem delineados com a fixação das competências de cada setor interno. Falta igualmente transparência, motivação adequada e publicidade na fase pré sancionatória e sancionatória. Há abuso do recurso do sigilo processual previsto no Art. 9º, §2º da Lei 6.385/1976, aplicado mais como regra do que como exceção, sem devida motivação.

Ganha destaque o fato da nomeação dos Diretores da CVM entre aqueles que não provém dos quadros técnicos da Autarquia e com ampla atuação no exercício da

advocacia no mercado de valores mobiliários, propiciando conflito de interesses na atuação do colegiado da CVM.[863]

Considerando a atuação da CVM na qualidade de agência reguladora e a necessidade de sua atuação independente, resta evidente a legalidade e necessidade de aplicação direta e imediata da integralidade das normas previstas na Lei n.º 9.986/1990 e na Lei n.º 13.848/2019 relacionadas à nomeação, vedações, perda de mandato, prazo de quarenta, restrições para nomeação, regras de mandato não coincidente ao Presidente e Diretores da CVM, bem assim, regras de auditoria, ouvidoria, transparência, publicidade e processos internos bem delineados para evitar conflito de interesses na atuação do colegiado da CVM.

b) Atividade sancionadora da CVM e a consensualidade

Com relação à consensualidade, a Lei n.º 13.848 não avançou muito em relação à CVM, tendo em vista que a Autarquia inseriu, pela primeira vez, o termo de compromisso como forma de substituição consensual da sanção[864] na década de 1990 com a edição da Lei n.º 9.457/1997 que alterou o Art. 11 da Lei n.º 6.385/76.[865]

No âmbito da CVM, a Lei n.º 9.457/1997 incluiu seis parágrafos no Art. 11 da Lei n.º 6.385/76, para prever o termo de compromisso no mercado de valores mobiliários como instrumento regulatório, com aptidão para suspensão do processo administrativo sancionador desde que o colaborador cumprisse com as obrigações assumidas no termo e acordo. A previsão do termo de compromisso na regulação CVM

---

[863] A partir de consulta no site oficial da CVM, é possível constatar que os atual Presidente da CVM, Dr. João Pedro Barroso do Nascimento e os atuais quatro Diretores da Comissão de Valores Mobiliários: 1) Alexandre Costa Rangel; 2) Flávia Martins Sant´Anna Perlingeiro; 3) João Carlos de Andrade Uzêda Accioly e 4) Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo; advém da advocacia privada, tendo atuado em companhias de capital aberto ou em escritórios de advocacia privados, não tendo desempenhado nenhuma função significativa em quadros técnicos da CVM.

[864] Segundo Juliana Bonacorsi de Palma, "*A previsão do termo de compromisso na legislação do mercado de capitais brasileiro decorre da influência do sistema norte-americano, cuja figura do consente decree consiste em tradicional mecanismo de substituição consensual de sanções aplicadas por infração ao mercado.*" PALMA, Juliana Bonacorsi de. **Sanção e acordo na Administração Pública**. São Paulo: Malheiros. 2015, p, 213.

[865] A Lei nº 9.457/1997 incluiu seis parágrafos ao Art. 11 da Lei n.º 6.385/76 acrescentando o Termo de Compromisso como instrumento regulatório, segundo o qual: "*a Comissão de Valores Mobiliários poderá suspender, em qualquer fase, o procedimento administrativo, se o indiciado ou acusado assinar termo de compromisso, obrigando-se a:...*" Atualmente, os termos de compromisso celebrados pela CVM são regidos pela Resolução n.º 45/2021.

advém da influência norteamericana, cuja figura do *consent decree* consiste em tradicional mecanismo de substituição consensual das sanções.

A Lei n.º 13.506/2017, alterou a Lei n.º 6.385/1976 para ampliar as hipótese de consensualidade, acrescentando o Acordo Administrativo em Processo de Supervisão. Ambas as modalidades de acordos são, atualmente, regulamentadas pela Resolução n.º 45/2021.

c) Instrumentos de legitimidade:

Com relação aos instrumentos de legitimidade ganha destaque a Lei n.º 13.848 ao dispor sobre o dever de adoção de práticas de gestão de riscos e de controle interno, elaboração e divulgação de programa de integridade, com o objetivo de promover a adoção de medidas e ações institucionais destinadas à prevenção, à detecção, à punição e à remediação de fraudes e atos de corrupção. (Art. 3º, §3º).

Resta definido que o processo de decisão do ente de regulação terá caráter colegiado (Art. 7º), sendo que as reuniões deliberativas do Conselho Diretor ou da Diretoria Colegiada do regulador serão públicas e gravadas em meio eletrônico (Art. 8º).

Ainda com relação aos instrumentos de legitimação, a Lei n.º 13.848 define que serão objeto de consulta pública, previamente à tomada de decisão pelo Conselho Diretor ou pela Diretoria Colegiada, as minutas e as propostas de alteração de atos normativos de interesse geral dos agentes econômicos, consumidores ou usuários dos serviços prestados (Arts. 9º à 12).

A participação popular na tomada de decisões do regulador se mostra como importante gatilho de controle dos atos dos reguladores e fonte inibidora da captura. A legitimidade do poder estatal e da própria força regulatória depende da efetivação e do reforço de procedimentos administrativos que possibilitem a participação do indivíduo e dos grupos sociais na formulação da decisão pública.

Segue-se à análise concreta sobre questões relacionadas a instrumentos de legitimidade desenvolvidos no âmbito CVM à luz da Lei 13.848.

Logo no início de 2019[866], a CVM divulgou, por primeira vez, a Agenda Regulatória, com objetivo de compartilhar as pautas centrais de sua programação regulatória anual, considerando discussões sobre as análises de mercado, demandas internas e tendências internacionais, destacando, por exemplo, em 2019, como temas prioritários: alterações normativas relacionadas à atividade sancionadora e a disciplina sobre fundos de infraestrutura. A Agenda Regulatória da CVM vem sendo divulgada anualmente, em 2020[867], 2021[868], 2022[869] e 2023[870].

---

[866] COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Disponível em https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/agenda-regulatoria-cvm-2019-669f7970ad6f46398c8a7042d5ba945b. Acesso em: 4 de abril de 2023.

[867] COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. A agenda regulatória de 2021, com relação à necessidade de audiências públicas, centraliza-se nos seguintes temas: Recompra de debêntures (relacionado ao desenvolvimento do mercado de dívida corporativa, objeto de estudo realizado pela CVM em 2019), Porcentagem mínima de participação acionária para propor ações judiciais (regulamentação do art. 291 da Lei 6.404/76), Certificado de Depósito de Valores Mobiliários (BDRs) e Listagem Direta, Reforma da Instrução CVM 461 (autorregulador único e procedimentos de registro), Letra Imobiliária Garantida (LIG) e Letra Financeira (LF). Com relação ao estudo de novos normativos e AIR, os temas priorizados foram: *crowdfunding*, regulamentação da Lei 13.874 (Lei de Liberdade Econômica) e revisão da Instrução CVM 481, sobre voto a distância. Disponível em: https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/regime-informacional-e-ofertas-publicas-estao-na-agenda-regulatoria-cvm-2020-678a40a64c024b4b8081ca0778632f00. Acesso em: 4 de abr. de 2023.

[868] A agenda regulatória de 2021, com relação à necessidade de audiências públicas, centraliza nos seguintes temas: Revisão das regras de ofertas públicas (consolidação das Instruções 400, 471 e 476), Regulamentação da Medida Provisória do *Doing Bussiness*, Reforma das regras para os agentes autônomos de investimento (ICVM 497), Expansão das possibilidades de voto a distância (ICVM 481), Aprimoramento das normas de BDRs, com ajustes para emissores que possuam ativos e receitas no exterior, Atualização da norma de investidor não-residente, Regulamentação do veto para uso de informações privilegiadas para fundos imobiliários (ICVM 472). Com relação ao estudo de novos normativos e AIR, os temas priorizados foram: Regras de internalização de ordens (segunda etapa), Revisão do regime informacional dos fundos de investimento (ICVM 555 – continuidade), Regras e operacionalização de transferência de custódia de ativos pelas corretoras, Padrões e disponibilização de informações voltadas à sustentabilidade (aspectos ASG), Mecanismos, regras e procedimentos para proteção de liquidez de OPAs. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/noticias/cvm-divulga-agenda-regulatoria-para-2021.htm. Acesso em: 4 de abr. de 2023.

[869] A agenda regulatória de 2022, com relação à necessidade de audiências públicas, centraliza nos seguintes temas: transferência de custódia, revisão de produtos destinados para investidores de varejo e do conceito de investidor qualificado e regulamentação específica do FIAGRO (Fundo de Investimento em Cadeias Agroindustriais). Com relação ao estudo de novos normativos e AIR, os temas priorizados foram: norma envolvendo assembleias e voto a distância, influenciadores digitais, marco legal das startups e transparência na pré-negociação no mercado de balcão (debêntures). Por fim, no que tange ao estudo de novos normativos, destacam-se os seguintes temas: companhias abertas, ofertas públicas, fundos de investimento e mercados organizados. Disponível em: https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/cvm-lanca-agenda-regulatoria-para-2022. Acesso em 4 de abril de 2023.

[870] A Agenda Regulatória CVM de 2023 dispõe, como temas centrais a serem debatidos em audiências públicas: Transferência de custódia / Portabilidade de Fundos, Revisão de produtos destinados para investidores de varejo e conceito de investidor qualificado, Revisão e atualização da Resolução CVM 81 (norma que dispõe sobre assembleias de acionistas), a fim de realizar aprimoramentos como, por exemplo, eventual dispensa da norma para um subconjunto de companhias abertas e expansão da norma para assembleias extraordinárias, Influenciadores digitais, Revisão e atualização da Resolução CVM 85 (ofertas públicas de aquisição de ações de companhia aberta – OPA). Com relação ao normativos a serem editados: **BDR (***Brazilian Depositary Receipts*) e **assessores de investimento. Como foco de AIR, destaca-se o tema: internalização de ordens** Disponível em: https://www.gov.br/cvm/pt-

A divulgação das Agendas Regulatórias pela CVM reforça o compromisso da CVM com a transparência da informação, permitindo que os cidadãos, regulados e a sociedade acompanhem o trabalho realizado pela Autarquia, propiciando a ampliação da participação popular em audiências públicas e o alinhamento de expectativas com os interessados.

A respeito dos programas de integridade, gestão de riscos e controle interno (Art. 3º, §3º, Lei n.º 13.848), a CVM publica a cada biênio o "Plano de Integridade"[871], devendo ser revisto a cada dois anos e aprovado pela Comissão de Gestão de Riscos (CGC)[872], segundo o qual apresenta[873]: a) a própria CVM; b) estrutura de governança[874]; c) plano de integridade, d) instâncias de integridade[875]: divididos em cinco

br/assuntos/noticias/regulamentacao-especifica-de-fiagro-integra-agenda-regulatoria-2023-da-cvm. Acesso em: 4 de abril de 2023.

[871] O Programa de Integridade CVM biênio 2023-2024 baseia-se nos requisitos estabelecidos na Resolução CRTCI/ME nº 13, de 03 de dezembro 2021, publicado pela Comissão de Gestão de Riscos, Transparência, Controle e Integridade– CRTCI criado pelo então Ministério da Economia. A Resolução CVM n.º 52/2021 dispõe institui o Sistema de Governança e Gestão da Comissão de Valores Mobiliários. A Resolução CVM 24/2021 instituiu o Regimento Interno da CVM.

[872] A Resolução CVM nº 53/21 que dispõe sobre o Sistema Integrado de Gestão de Riscos da Comissão de Valores Mobiliários. Resolução CRTCI nº 13, de 3/12/2021: dispõe sobre sobre a gestão de riscos à integridade no âmbito dos órgãos e entidades membros do CRTCI.

[873] Em decorrência do Decreto Federal nº 9.203, de 22 de novembro de 2017, a CVM lançou, em 2018, o primeiro Plano de Integridade, denominado ÍNTEGRA. As 1ª e 2ª versões apresentam diretrizes gerais e da CVM e sua estrutura de gestão, além de trazerem todo o arcabouço normativo interno sobre os princípios da integridade. Em 2020, ao passar a integrar a Comissão de Gestão de Riscos, Transparência, Controle e Integridade – CRTCI criado pelo então Ministério da Economia, a CVM iniciou um processo de identificação, análise, avaliação e tratamento de seus riscos à integridade, baseando-se nos requisitos estabelecidos na Resolução CRTCI/ME nº 13, de 03 de dezembro 2021.

[874] Conforme Resolução CVM Nº 52, de 31 de Agosto de 2021, a CVM dispõe de Sistema de Governança e Gestão, estabelecendo as regras gerais aplicáveis a condução interna das atividades, processos, macroprocessos, projetos e programas executados a fim de zelar pela integridade, pela eficiência e pelo desenvolvimento dos mercados de valores mobiliários do país. A Superintendência Geral (SGE) é o órgão responsável por supervisionar e coordenar as atividades das demais instâncias de integridade, em suas responsabilidades, e coordenar a elaboração de respostas a demandas formuladas por órgãos de controle, em temas afeitos à integridade. Exerce ainda a função de autoridade de monitoramento da Lei de Acesso à Informação (Lei nº 12527/11). COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Plano de Integridade biênio 2023-2024. Disponível em: https://www.gov.br/cvm/pt-br/acesso-a-informacao-cvm/acoes-e-programas/integridade-na-cvm/integra-plano-de-integridade-da-cvm-versao2023.pdf. Acesso em: 10/8/2023.

[875] As instâncias de integridade da CVM são compostas pela Superintendência Geral (SGE), pela Comissão de Ética (CE-CVM), pela Comissão de Conflito de Interesses (CCI), pela Auditoria Interna (AUD), que responde também pelas funções de Corregedoria e de Ouvidoria e pela Assessoria de Análise Econômica e Gestão de Riscos (ASA), responsável pelo mapeamento e promoção da gestão de riscos na CVM. Ademais, a CVM apresenta áreas colaboradoras na gestão da integridade como: a Superintendência Administrativo-Financeira (SAD) e a Assessoria de Comunicação (ASC), que desempenham funções específicas e complementares aos trabalhos das instâncias de integridade da Autarquia. Por fim, a CVM instituiu em 2023, por meio da Portaria CVM/PTE nº 9/2023, um Grupo de
Trabalho sobre integridade, para estudar e propor ações iniciais voltadas à mitigação de riscos de assédio e preconceito no âmbito da CVM. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Plano de Integridade biênio 2023-2024. Disponível em: https://www.gov.br/cvm/pt-br/acesso-a-informacao-cvm/acoes-e-

eixos temáticos: conflito de interesses e nepostismo[876], ética[877], gestão de riscos[878], canais de denúncias[879]; e) monitoramento[880]; f) capacitação; g) plano de ação; h) Bases legais e demais normativos aplicáveis.[881]

A CVM reputa que risco à integridade decorre de eventos relacionados a corrupção, fraudes, irregularidades ou desvios éticos e de conduta, que possam comprometer os valores e padrões preconizados pela Autarquia e a realização de seus objetivos.

A gestão de riscos na CVM é promovida por meio do Sistema Integrado de Gestão de Riscos – SGR, composto pela Comissão de Governança e Gestão de Riscos (CGR), pela ASA, unidade organizacional responsável pela gestão de riscos na CVM, e por todos os demais componentes organizacionais com responsabilidade no planejamento e na implementação das ações no âmbito do escopo de atuação do CGR, de acordo com

---

programas/integridade-na-cvm/integra-plano-de-integridade-da-cvm-versao2023.pdf. Acesso em: 10/8/2023.

[876] A Comissão de Conflito de Interesses (CCI) foi criado pela Portaria CVM/PTE nº 42/14, e é composto pelos titulares da SGE, da SAD e da PFE, e sua função é de análise de potenciais conflitos de interesse, quando há consulta, e autorização de exercício de atividades privadas pelos servidores da CVM, quando não houver conflitos de interesse. É considerado uma Comissão operacional da CVM, e seu funcionamento é regulado pela Portaria CVM/PTE nº 212/2021.

[877] A Comissão de Ética da CVM (CE- CVM) integra o Sistema de Gestão da Ética do Poder Executivo Federal, e é composta por membros escolhidos entre servidores do quadro permanente da CVM, designados pelo Presidente da CVM (PTE). Os critérios para a escolha dos servidores que compõem as Comissões são estabelecidos em Portarias. Atua na promoção da ética e das regras de conduta aos servidores da CVM.

[878] A Assessoria de Análise Econômica e Gestão de Riscos (ASA) exerce a função de Unidade Gestora da Integridade (UGI) na CVM e é responsável pelo acompanhamento, monitoramento e gestão das ações e medidas de integridade a serem implementadas. Além disso, atua na identificação, análise e avaliação dos riscos à integridade, dentro do processo de gestão de riscos institucionais.

[879] A Ouvidoria, representada pela Auditoria, constitui canal disponível para o cidadão que não estiver satisfeito com o atendimento da CVM ou quiser manifestar sua opinião sobre esse atendimento. É garantido o sigilo quando solicitado. Também é o canal que recebe denúncias e reclamações internas, originadas pelos servidores da CVM. À Ouvidoria Interna compete receber, dar tratamento e responder, em linguagem cidadã, as manifestações recebidas, que podem ocorrer sob a forma de denúncia, sugestão, elogio ou reclamação. A demanda é encaminhada internamente para as áreas responsáveis e respondida em até 30 dias, com informações sobre as medidas adotadas.

A Corregedoria, também representada pela Auditoria, apura possíveis irregularidades cometidas por servidores da CVM, abrangidos os desvios de conduta referente à integridade. O procedimento, que segue o previsto na Lei nº 8112, prevê a oportunidade de ampla defesa aos investigados no caso de abertura de processo administrativo disciplinar. Ao fim, a conclusão dessa apuração pode resultar desde uma recomendação de melhoria nos processos de trabalho a aplicações de penalidades.

[880] Auditoria (AUD) atua no aprimoramento e na melhoria dos controles internos da CVM, eliminando fragilidades ou inadequações que possam implicar em perdas para a autarquia. O foco é assegurar que as ações estejam de acordo com os resultados desejados, observados os preceitos de legalidade e legitimidade dos atos da administração, bem como seus aspectos de economicidade, eficácia e eficiência.

[881] Segundo consta no próprio Plano de Integridade, o Plano deve ser lido e compreendido em conjunto com o Código de Ética Profissional do Servidor Público Civil do Poder Executivo Federal (Decreto n.º 1.171 de 22 de junho de 1994), bem como com os normativos internos e orientações correlatas.

a Resolução CVM nº 53/21. A gestão de riscos à integridade compõe um dos eixos da gestão de riscos da CVM.[882]

De acordo com a metodologia definida no Sistema Integrado de Gestão de Riscos CVM, foram identificados, em 2022, 12 principais riscos à integridade a que a entidade está exposta: 1) ameaça à isenção e a autonomia técnica-organizacional; 2) assédio no trabalho; 3) conflito de interesses; 4) corrupção e fraudes; 5) desvio de finalidade na administração pública – campanhas eleitorais; 6) desvio de ética ou conduta; 7) desvio ou acúmulo de funções; 8) desvio ou usufruto indevido de bens ou recursos materiais; 9) nepostismo; 10) preconceito no trabalho; 11) Uso de posição ou de poder em favor de interesses indevidos; 12) uso ou disseminação indevida de informações.[883]

A partir do diagnóstico de riscos realizado pela CVM em 2022, o plano de ação apresentado para o biênio de 2023-2024 no Plano de Integridade, traçou, como respostas, medidas que se resumem a campanhas, palestras, elaboração de cartilhas, códigos e alguns treinamentos, basicamente contra atos de nepotismo e falta de ética dos servidores.

Todavia, não se observou nenhuma iniciativa ou proposta da CVM para combater gravíssimos riscos à integridade e imparcialidade da Autarquia, relacionados à: 1) ameaça à isenção e a autonomia técnica-organizacional; 2) corrupção e fraudes; 3) desvio de finalidade na administração pública – campanhas eleitorais; 4) desvio ou acúmulo de funções; 5) desvio ou usufruto indevido de bens ou recursos materiais; 6) Uso de posição ou de poder em favor de interesses indevidos; 7) uso ou disseminação indevida de informações.

Os riscos diagnosticados e não enfrentados pela CVM relacionam-se com a ausência de processos internos bem delineados públicos, transparentes, motivados, ausência de ouvidoria eficaz e ausência de processos disciplinares autônomos,

---

[882] Em 2022, a CVM efetuou pesquisa a fim de mensurar a percepção de todos a respeito da probabilidade de ocorrência dos riscos à integridade, segundo premissas estabelecidas pela Comissão de Riscos, Transparência, Controle e Integridade do Ministério da Economia (CRTCI-ME), publicado na Resolução CRTCI nº 13/2021. A pesquisa incluiu ainda algumas perguntas elaboradas pela CGU sobre o conhecimento dos servidores sobre a gestão da integridade na CVM. O resultado da pesquisa embasou a etapa de análise de riscos, em relação à probabilidade de ocorrência dos riscos, e sua aplicação deve ser repetida a cada dois anos.

[883] COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Plano de Integridade biênio 2023-2024. Disponível em: https://www.gov.br/cvm/pt-br/acesso-a-informacao-cvm/acoes-e-programas/integridade-na-cvm/integra-plano-de-integridade-da-cvm-versao2023.pdf. Acesso em: 10/8/2023.

transparentes, motivados e independentes, somado a questão da nomeação de Diretores que não provém dos quadros técnicos da Autarquia e com ampla atuação, em período anterior ao exercício do mandato, do exercício da advocacia no mercado de valores mobiliários, propiciando conflito de interesses na atuação do colegiado da CVM.

Com relação a necessidade de adoção de consulta pública (Arts. 9º à 12, Lei n.º 13.848), em especial, com relação ao processo de tomada de decisões importantes para o setor regulado, especificamente no que concernem na edição de atos normativos, a CVM aplicou a sistemática de consulta pública prévia na edição de pequena parte dos normativos, como no caso da edição da Resolução n.º 175/2021[884] e 178/2021[885].

Quando a CVM não aplicou a sistemática de elaboração de consulta pública prévia à edição da norma, tampouco consta, na consulta à legislação, uma justificativa expressa para seu afastamento, violando os deveres de realização de consulta pública prévia, motivação e publicidade.

Observou-se a ausência de consulta prévia e de justificativa de sua ausência na maioria das Resolução editadas após a Lei n.º 13.848, com é o caso das seguintes Resoluções: (i) Resolução CVM n.º 21/2021, que dispõe sobre o exercício profissional de administração de carteiras de valores mobiliários, (ii) Resolução CVM n.º 77/2022, que dispõe sobre a negociação de ações e a aquisição de debêntures de própria emissão, entre muitas outras.

Com relação à priorização das decisões colegiadas (Art. 7º, Lei n.º 13.848/2019), nota-se, especialmente, na Resolução n.º 45/2021, que trata da atividade sancionadora da CVM, a priorização de decisões colegiadas, exceto na fase pré-sancionadora, com relação à aplicação do art. 9º, §4º da Resolução CVM n.º 45/2021, quando da avaliação dos pressupostos da justa causa[886] pela Superintendência responsável

---

[884] A Resolução CVM n.º 175/2021 que dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento, bem como sobre a prestação de serviços para os fundos, e revoga as normas que especifica, foi precedida de duas audiências públicas: SDM 8/20 e SDM 08/21. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol175.html. Acesso em: 10/8/2023.

[885] A Resolução CVM n.º 178/2021 que dispõe sobre a atividade de assessor de investimento, foi precedida da audiência pública SDM 05/2021. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol178.html> Acesso em: 10/8/2023.

[886] A "justa causa" pode ser reconhecida na fase de investigação das infrações, ou seja, fase pre sancionatória, pelas Superintendências específicas da CVM (art. 4º, caput e inciso I, letra "b" RCVM n.º 45/2021), cujos pressupostos a serem considerados estão elencados no §1º do mesmo art. 4º, podendo, caso reconhecerem a justa causa que exclua a tipicidade da conduta, ministrar alguns dos instrumentos de

para lastrear a decisão de não instauração de processo sancionador e aplicação de medidas alternativas de supervisão.

Neste sentido, Denis Morelli aponta que a Resolução n.º 45/2021 deveria determinar que o Colegiado se manifestasse antes da instauração do processo administrativo sancionador, com motivação *"explicita, clara e congruente"* (na forma do Art. 50, §1º, Lei n.º 9.784/99), sobre os pressupostos do Art. 4º, §1º, incisos I a VIII, da Resolução CVM n.º 45/2021, acerca da viabilidade da justa causa, argumentando que, a mesma Resolução já determina a prévia manifestação do Colegiado antes do julgamento do processo administrativo sancionador, sobre os pressupostos do Art. 86, quando da apreciação dos pressupostos do Termo de Compromisso. Portanto, a manifestação do Colegiado sobre a avaliação dos pressupostos da justa causa no início do procedimento administrativo sancionador, apresentaria a mesma sistemática e se mostraria salutar, sobretudo considerando atual ausência de motivação organizada, porque genérica ou implícita, aplicadas pelas Superintendências.[887]

A luz da Lei n.º 13.848 que impõe o princípio da decisão colegiada, não parece necessário que a Resolução n.º 45/21 determine expressamente a submissão da avaliação dos pressupostos do Art. 4º, §1º, incisos I a VIII pelo colegiado, vez que, por se tratar de decisão que implica na possibilidade de prejudicar a instauração de processo administrativo sancionador, tal como no caso do Termo de Compromisso, demandaria decisão colegiada, motivada e pública, possibilitando a formação de jurisprudência na forma do Art. 7º da Lei 13.848.

d) Instrumentos de eficiência.

No campo da eficiência, ganha destaque, como instrumento essencial à boa regulação, a necessidade de construção de decisões regulatórias normativas, que além de demandarem participação popular, estejam amparadas por resultados colhidos em estudos de Análise de Impacto Regulatório (AIR), capaz de subsidiar o regulador com informações e dados sobre resultados da regulação e os possíveis efeitos dos atos normativos, instrumento este incorporado pelo Art. 6º do Marco das Agências

supervisão, como ofícios de alerta e *stop orders*, visando prevenir, orientar ou determinar a suspensão da conduta reputada danosa (Art. 4º, §§2º e 3º, RCVM n.º 45/2021).

[887] MORELLI, Denis. Breves considerações sobre justa causa necessária aos processos administrativos sancionadores na CVM. In: **Processo Administrativo Sancionador no Mercado de Capitais e Valores Mobiliários (**coord) Gustavo Machado Gonzalez. São Paulo. Thomas Reuters. 2023, p. 39-40.

Reguladoras Federais, Art. 5º da Lei de Liberdade Econômica (Lei n.º 13.874de 20 de setembro de 2019) e regulamentado pelo Decreto Federal n.º 10.411/2020.

Conforme a OCDE, a Análise de impacto regulatório "*é um processo de identificação sistemática e avalição dos efeitos esperados das propostas regulatórias, por meio de método analítico consistente, tal como a análise de custo/benefício*."[888]. Ainda, de acordo com a OCDE *"...a contribuição mais importante da AIR para a qualidade das decisões não é a precisão dos cálculos usados, mas a ação de analisar – questionar, entender os impactos do mundo real e explorando suposições*.", ou seja, subsidiar a análise das consequências da regulação, como bem determinam os Arts. 20 e 21 do Decreto n.º 4.657/1942.[889]

Para a OCDE, a Análise de Impacto Regulatório constitui instrumento para definição da intensidade e/ou qualidade de regulação estatal, além de ser instrumento que subsidia a formação da própria decisão quanto à necessidade de regulação direta para determinado setor e de que forma será realizada essa regulação.[890]

Para que uma AIR seja considerada de boa qualidade, não basta que apresente corretamente os dados, é preciso que ela seja comunicada de forma eficaz para a tomada de decisões do regulador e do formador da política pública subjacente. Portanto, é necessário que os resultados de uma AIR sejam: a) apresentados de forma clara e de fácil compreensão, de forma a possibilitar que os dados técnicos possam ser compreedidos pelo legislador responsável pela formulação das políticas públicas determinantes para o setor específico; b) fornecidos aos tomadores de decisão em tempo hábil: isto é, enquanto ainda sejam capazes de impactar nas decisões resultantes; c) publicados para informar as partes interessadas de forma que compreendam as razões de uma decisão particular; e d) para ajudar a promover a aceitação e o apoio à escolha regulatória adotada.[891]

Afirmar que a contribuição mais importante da Análise de Impacto Regulatório para a qualidade regulatória reside em seu impacto sobre os formuladores de políticas públicas setoriais, para que no processo de tomada de decisões política adotem

---

[888] *Introductory Handbook for Understaking Regulatory Impact Analysis* (RIA), OECD, 2008, p. 3. Disponível em: https://www.oecd.org/gov/regulatory-policy/44789472.pdf. Acesso em: 7/8/2023.
[889] *Ibid*.
[890] *Ibid*.
[891] *Introductory Handbook for Understaking Regulatory Impact Analysis* (RIA), OECD, 2008, p. 22. Disponível em: https://www.oecd.org/gov/regulatory-policy/44789472.pdf. Acesso em: 7/8/2023.

dados racionais e específicos do setor, significa admitir que o passo fundamental na implementação da AIR é integrar essa abordagem "racional" às política em todos os níveis da administração pública.

A consequência da utilização dos dados resultantes da AIR como subtrato essencial para a formação de políticas públicas, reside exatamente no incremento da qualidade regulatória. A experiência colhida a partir dos países que a adotaram, bem assim da própria OCDE, demonstra que o processo de implementação da AIR é de longo prazo, mas tem capacidade de proporcionar benefícios reais já nas fases iniciais da sua implementação, desde que seja adotada de forma consistente e sistemática. Assim, os programas de AIR podem e devem ser desenvolvidos progressivamente ao longo do tempo, investimento que trará benefícios crescentes em termos de melhor qualidade regulatória.[892]

A OCDE apresenta um modelo inicial a ser seguido para auxiliar na construção de um processo de AIR. No cenário nacional brasileiro, o Decreto Federal n.º 10.411/20 apresenta métodos definidos para a elaboração do documento (Art. 7º). Todavia, o órgão ou entidade com função de regulação pode adotar outro método, desde que justifique sua opção demonstrando ser ela mais adequada para o determinado setor no caso concreto. Para Alexandre Almeida da Silva:

> Logo, até em razão da relevância que tem a eficiência, para a administração pública, é imperativo que toda e qualquer formulação regulatória seja fruto de planejamento, no qual estará identificada a lacuna que se pretende resolver, as ações efetivadas para alcançar as finalidades pretendidas e, no curso do processo de execução, deve haver o monitoramento, fiscalização e a implementação de eventuais correções que se façam indispensáveis para o atingimento dos objetivos estabelecidos.[893]

Junto com a necessidade de institucionalização da consulta pública na elaboração de atos normativos, a AIR confere às decisões de cunho regulatório maior legitimidade, na medida em que o próprio processo de elaboração da AIR, por si só, constitui instrumento, na decisão administrativa, para conferir maior transparência e participação social às decisões, legitimando a adoção de uma ou outra alternativa de solução, na medida em que expõe as motivações da escolha e, ainda, vincula-se ao

---

[892] *Ibid.*

[893] SILVA, Alexandre Almeida da. Análise de Impacto Regulatório para o incremento do ambiente de negócios no Brasil. O que falta fazer? Disponível em: https://www.migalhas.com.br/depeso/379109/impacto-regulatorio-para-o-incremento-do-ambiente-de-negocios Acesso em: 7 de ago. 2023.

planejamento e viabiliza posterior revisão na perspectiva dos efeitos esperados pela Avaliação de Resultado Regulatório (ARR). Nesta conjuntura, a AIR se presta a definir o problema; determinar os objetivos; estabelecer cenários alternativos; propor a escolha das soluções; fazer a avaliação *ex ante* para, logo após, realizar a análise da execução e elaborar a avaliação retrospectiva.[894]

Alguns entes de regulação federais aplicaram a AIR em sua gestão, tal como a Anatel, a ANP, ANAC. Todavia, segundo o órgão de controle externo das Agências Regulatórias Tribunal de Contas da União (TCU) 55 órgãos e entidades nacionais deveriam já ter adotado o método de AIR em sua gestão.[895] O TCU avaliou dados destes 55 entes, que, em tese, deveriam ter instrumentalizado AIR, nos termos do Decreto n.º 10.411/2020.

No Acordão n.º 2325/2022, proferido nos autos do Processo n.º 033.944/2020-2, no qual o TCU avaliou a auditoria de acompanhamento de ações do Governo Federal para melhoria do ambiente regulatório com foco na implementação do Decreto n.º 10.411/2020, que dispõe sobre a adoção da Análise de Impacto Regulatório por parte das organizações federais; julgado pelo Plenário em 19/10/2022, sob relatoria do Ministro Vital do Rêgo, a problemática inicial é:

> a situação problema identificada é a *atuação do Estado marcada pelo* excesso e complexidade de normas e controles sem avaliação do seu benefício versus o custo, sobrecarregando os agentes econômicos, diminuindo a capacidade destes de aplicar seus recursos humanos e materiais na atividade produtiva.
>
> (...)
>
> A partir do planejamento realizado, foram definidas duas questões de auditoria:
> a) Existe uma estrutura de governança de CG adequada para implementar em órgãos e entidades federais o processo de elaboração da AIR previamente à elaboração de atos normativos, conforme previsto no Decreto 10.411/2020?
> b) Os órgãos e entidades federais adotaram tempestivamente as ações necessárias para o processo de elaboração da AIR previamente à elaboração de atos normativos, conforme previsto no Decreto 10.411/2020?[896]

---

[894] *Introductory Handbook for Understaking Regulatory Impact Analysis* (RIA), OECD, 2008, p. 23. Disponível em: https://www.oecd.org/gov/regulatory-policy/44789472.pdf. Acesso em: 7 de ago. de 2023.

[895] A obrigatoriedade na adoção da elaboração de Análise de Impacto Regulatório no exercício da atividade regulatória, entre órgãos e entidades da administração pública federal direta, autárquica e fundacional, decorre do Art. 5º da Lei de Liberdade Econômica (lei 13.874/19) e Art. 6º da Lei das Agências Reguladoras (Lei n.º 13.848/19) e regulamentada pelo Decreto Federal 10.411/20.

[896] Disponível em: https://pesquisa.apps.tcu.gov.br/documento/acordao-completo/*/NUMACORDAO%253A2325%2520ANOACORDAO%253A2022%2520COLEGIADO%253A%2522Plen%25C3%25A1rio%2522/DTRELEVANCIA%2520desc%252C%2520NUMACORDAOINT%2520desc/0. Acesso em: 7 de ago. de 2023.

No citado Acórdão n.º 2325/22, o TCU aponta dois fatores cruciais para a deficiência da implementação do Decreto n.º 10.411/2020: a) a falta de um órgão central que responda pela competência para acompanhar, avaliar e articular medidas para a melhoria da qualidade regulatória, e que, paralelamente, seja responsável pela concretização das disposições do Decreto n.º 10.411[897]; e b) a falta de capacitação de quadros da administração pública para a elaboração da Análise de impacto Regulatório[898].

> O questionário aponta, portanto, que a deficiência de governança na implementação do aludido Decreto tem trazido dificuldades operacionais e resultados indesejáveis para a administração federal, na medida em que não há, no Centro de Governo, uma estrutura com atribuições para demandar dos órgãos/entidades, quando for o caso, a adequada elaboração de AIR; garantir a padronização de processos, onde for possível; e avaliar a qualidade das AIR elaboradas, objetivando a melhoria geral da qualidade da regulação.

Verificou-se, assim, que há ausência de capacitação de pessoal para elaboração de AIR, deficiência em coleta e tratamento de dados[899] e falta de uma estrutura central estatal para direcionamento e que seja responsável pela concretização do Decreto n.º 10.411.

O relatório do TCU apontou que, dos 29 órgãos e entidades que declararam terem publicado atos normativos na vigência do Decreto n.º 10.411/2020, apenas seis (21%) elaboraram a AIR previamente. Os 23 órgãos e entidades que declararam não haver

---

[897] Segundo consta no Relatório do Acórdão n.º 2325/2020, TCU: "*No entanto, no bojo Decreto, não se identifica órgão responsável pela coordenação e orientação da implementação desse instrumento de melhoria regulatória no Brasil, comprometendo sobremaneira a implantação da AIR, não se coadunando com as melhores práticas de governança preconizadas nos referenciais deste Tribunal, tornando o processo suscetível a riscos que precisam ser avaliados."* Disponível em: https://pesquisa.apps.tcu.gov.br/documento/acordao-completo/*/NUMACORDAO%253A2325%2520ANOACORDAO%253A2022%2520COLEGIADO%253A%2522Plen%25C3%25A1rio%2522/DTRELEVANCIA%2520desc%252C%2520NUMACORDAOINT%2520desc/0. Acesso em: 7 de ago. de 2023.

[898] Conta no Relatório do Acórdão n.º 2325/2020, TCU: "*Algumas dessas deficiências, tais como ausência de pessoal capacitado na elaboração de AIR e insuficiência de dados necessários, serão analisadas no achado 2, pois também estão intimamente relacionados à falta de iniciativa de órgãos e entidades. Já outras são indícios de potenciais problemas decorrentes de uma possível falta de coordenação, orientação e monitoramento que podem implicar em dificuldades futuras na implementação do Decreto."* Disponível em: https://pesquisa.apps.tcu.gov.br/documento/acordao-completo/*/NUMACORDAO%253A2325%2520ANOACORDAO%253A2022%2520COLEGIADO%253A%2522Plen%25C3%25A1rio%2522/DTRELEVANCIA%2520desc%252C%2520NUMACORDAOINT%2520desc/0. Acesso em: 7/8/2023.

[899] Segundo consta no Relatório do Acórdão n.º 2325/2020, TCU: *"Logo, verifica-se a importância de o Centro de Governo reforçar aos órgãos e entidades federais da necessidade de, observando também o art. 17 do Decreto, adotarem estratégia para coleta e tratamento de dados necessários para uma boa análise de impacto regulatório a fim de não incorrerem no risco de não atender ao disposto no Decreto 10.411/2020."* Disponível em: https://pesquisa.apps.tcu.gov.br/documento/acordao-completo/*/NUMACORDAO%253A2325%2520ANOACORDAO%253A2022%2520COLEGIADO%253A%2522Plen%25C3%25A1rio%2522/DTRELEVANCIA%2520desc%252C%2520NUMACORDAOINT%2520desc/0. Acesso em: 7/8/2023.

elaborado a AIR prevista como norma pelo Decreto, apontaram, como justificativa, hipóteses de dispensa previstas no Art. 4º, muitas vezes de forma inadequada. Por outro lado, entre as 24 entidades que responderam não haver publicado nenhum ato desde a entrada em vigor do Decreto, apenas sete (29%) declararam estar em processo de elaboração de AIR para subsidiar potencial ato normativo, enquanto 17 entidades (31% do total) declararam não haver publicado e nem estar elaborando AIR para possível publicação futura. Assim, quase um terço do total das entidades com função de regulação não publicaram AIR, aduzindo, na maioria dos casos, dificuldades em atender ao Decreto[900] ou intenção de escapar da elaboração de AIR por intermédio do enquadramento posterior em alguma das hipóteses para sua dispensa.

Apenas em 10 de março de 2022, a CVM editou a Resolução n.º 67/2022 que dispõe sobre o processo de normatização da Comissão de Valores Mobiliários, dispondo expressamente sobre o AIR no âmbito da Autarquia,[901] com previsão de início de vigência em 1º de abril de 2022.

---

[900] Segundo consta no Relatório do Acórdão n.º 2325/2020, TCU: *"Para a elaboração de uma boa AIR são necessários, basicamente, dois insumos: pessoal adequadamente capacitado e dados confiáveis. No subitem anterior, verificou-se que uma parte considerável de órgãos e entidades federais não dispõe de pessoal capacitado, neste presente subitem constata-se que também podem existir problemas relativos à disponibilidade de dados e informações pertinentes."* Disponível em: https://pesquisa.apps.tcu.gov.br/documento/acordao-completo/*/NUMACORDAO%253A2325%2520ANOACORDAO%253A2022%2520COLEGIADO%253A%2522Plen%25C3%25A1rio%2522/DTRELEVANCIA%2520desc%252C%2520NUMACORDAOINT%2520desc/0. Acesso em: 7 ago. de 2023.

[901] *Cf.* Art. 2º da Resolução CVM n.º 67/2022. Dispõe sobre o processo de normatização da Comissão de Valores Mobiliários. "*Art. 2º Para os efeitos desta Resolução, entende-se por: I – agenda regulatória: instrumento de planejamento do processo de normatização que contém o conjunto de matérias a serem priorizadas, em suas diferentes etapas, no exercício a que faz referência; II – agenda de ARR: instrumento de planejamento da atividade de verificação dos efeitos decorrentes da edição de ato normativo, por meio da elaboração de avaliação de resultado regulatório – ARR; III – análise de impacto regulatório – AIR: procedimento efetuado a partir da identificação de um problema regulatório, que deve conter informações e dados sobre os prováveis efeitos de ato normativo a ser editado pela CVM de forma a verificar a razoabilidade de seu impacto e subsidiar a tomada de decisão quanto à conveniência e oportunidade de edição, alteração ou revogação de ato normativo; IV – ato normativo de baixo impacto: ato normativo que atenda aos seguintes requisitos: a) não provoque aumento expressivo de custos para os agentes econômicos ou para os usuários dos serviços prestados; b) não provoque aumento expressivo de despesa orçamentária ou financeira; e c) não repercuta de forma substancial nas políticas públicas econômicas ou sociais; V – avaliação de resultado regulatório – ARR: verificação dos efeitos decorrentes da edição de ato normativo, considerados o alcance dos objetivos originalmente pretendidos e os demais impactos observados sobre o mercado de capitais e a sociedade, em decorrência de sua implementação, que deve conter a identificação clara do problema regulatório, dos objetivos e impactos esperados, bem como a descrição de indicadores, métodos, estratégias, critérios, metas, ferramentas e padrões de desempenho utilizados; VI – componente organizacional responsável: superintendência competente para: a) conduzir os processos de normatização de assuntos de competência da CVM ou; b) realizar a AIR e a ARR, conforme o caso; VII – consulta pública: mecanismo de participação social no processo de normatização, por meio do qual o público em geral pode enviar à CVM críticas, sugestões e contribuições, por escrito; VIII – custos*

Conforme as novas exigências, as propostas contendo os projetos de normatização serão precedidas de Análises de Impacto Regulatório (AIR) a serem conduzidas pela Autarquia a partir de 2023. A AIR no âmbito da CVM tem o objetivo de nortear a tomada de decisão regulatória por parte da CVM, amparada pela prévia avaliação da razoabilidade do impacto das alternativas regulatórias em análise, com base em informações e dados coletados.

O próprio relatório de AIR, a critério da CVM, poderá ser objeto de consulta pública ou outra forma de participação social, a ser realizada antes da decisão sobre a melhor alternativa para enfrentar o problema regulatório em questão. A agenda regulatória deve ser aprovada pelo Colegiado preferencialmente até a última reunião de regulação do ano anterior ao início de sua vigência, sem prejuízo de revisões que possa sofrer ao longo do exercício a que se refere.

Outra novidade é que para cada projeto de normatização iniciado será necessária a abertura de um processo administrativo composto pelas seguintes fases: (i) realização de AIR ou sua dispensa mediante despacho devidamente fundamentado; (ii) pré-consulta pública; (iii) consulta pública; e (iv) pós-consulta pública.

---

regulatórios: estimativa de custos, diretos e indiretos, identificados com o emprego da metodologia específica escolhida para o caso concreto, que venham a ser incorridos pelos agentes econômicos, pelos usuários dos serviços prestados e, se for o caso, por outros órgãos ou entidades públicos, para estar em conformidade com as novas exigências e obrigações a serem estabelecidas pela CVM, além dos custos que devam ser incorridos pela Autarquia para monitorar e fiscalizar o cumprimento de tais exigências e obrigações; IX – estoque regulatório: conjunto de atos normativos vigentes, editados pela CVM, e que produzem efeitos externos à Autarquia; X – monitoramento: acompanhamento da eficácia e da efetividade de determinado ato normativo, por meio da ARR, com a finalidade de avaliar a resolução do problema regulatório que justificou a edição do ato e servir de subsídio para aperfeiçoamentos normativos; XI – plano de ARR: documento orientador das atividades de ARR, que contém a identificação clara do problema regulatório, dos objetivos e impactos esperados, bem como a descrição de indicadores, métodos, estratégias, critérios, metas, ferramentas e padrões de desempenho já conhecidos, sem prejuízo de serem indicados ao final do processo, que serão utilizados para o monitoramento do ato normativo e realização da ARR; XII – processo de normatização: sequência de fases aplicáveis à elaboração de um ato normativo, desde o início da análise até a edição da norma ou arquivamento; XIII – projeto de normatização: iniciativa de propor a elaboração ou a revisão de ato normativo sobre determinada matéria de competência da CVM XIV – relatório de AIR: documento de encerramento da AIR que contém os elementos que subsidiaram a escolha da alternativa mais adequada ao enfrentamento do problema regulatório identificado; XV – relatório de ARR: documento de encerramento da ARR que contém os dados sobre o monitoramento e a ARR realizados, incluindo o plano de ARR, informações relacionadas ao desempenho do instrumento regulatório estudado e as conclusões decorrentes dessas informações; e XVI – regimento interno: regramento aprovado por meio da Resolução CVM nº 24, de 5 de março de 2021, que apresenta, de forma detalhada, as competências de cada área da CVM, tratando das competências das unidades e as atribuições dos dirigentes e servidores."

Além disso, a Resolução CVM n.º 67/22 passa a prever a atividade de monitoramento que deve ser realizada por meio da Avaliação de Resultado Regulatório (ARR) com a finalidade de avaliar a resolução do problema regulatório que justificou a edição do ato, além de servir de subsídio para eventuais aperfeiçoamentos normativos futuros.

Em 2023, a CVM aprovou diversos normativos, dentre os quais um percentual muito reduzido precedeu de elaboração prévia de AIR, como a norma sobre influenciadores digitais[902], ainda não editada quando da publicação deste trabalho, sendo que a esmagadora maioria das normas editadas ainda após a Resolução n.º 67/2022 constituem hipóteses com dispensa de AIR, tácita ou expressa.[903]

e) Instrumentos de Accountability.

Em termos gerais, *accontability* compreende "*o dever de prestar contas, informar sobre o uso e a aplicação de recursos financeiros na consecução de objetivos materiais.*"[904]

Na visão do *International Federation of Accountants* (IFAC)[905] *accountability* é o processo pelo qual as entidades do setor público e os respectivos indivíduos são responsáveis pelas suas decisões e ações, incluindo a forma como são geridos os recursos públicos, bem como todos os aspectos relacionados ao desempenho e aos resultados.[906]

Já para a *Organisation for Economic Cooperation and Development* (OECD), *accountability* corresponde em manter alguém responsável, usado como

---

[902] Influenciadores Digitais e o Mercado de Capitais Brasileiro: uma análise do custo benefício da edição de regramento para ampliar a transparência da relação comercial entre tais influenciadores e participantes do mercado de valores mobiliários. Assessoria de Análise Econômica e Gestão de Riscos (ASA). CVM Abril-2023. Disponível em: https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/estudos/20230418-air-influenciadores.pdf. Acesso em: 7/8/2023.

[903] Tal como a hipótese das Resoluções CVM: n.º 177/2023, n.º 166/2022, n.º 185/2023.

[904] SIU, Marx Chi Kong. Accontability no setor público: uma reflexão sobre transparência governamental no combate à corrupção. n. 122 (2011): Revista do TCU. 2011-09-01. Pp. 78-87. Disponível em: https://revista.tcu.gov.br/ojs/index.php/RTCU/article/view/197. Acesso em: 8/8/2023.

[905] A *INTERNATIONAL FEDERATION OF ACCOUNTANTS* (IFAC) constitui uma organização internacional da profissão contábil que serve ao interesse público através da defesa, desenvolvimento e apoios aos contabilistas profissionais em todo o mundo. Disponível em: https://www.ifac.org/. Acesso em: 22 de jan de 2024.

[906] *INTERNATIONAL FEDERATION OF ACCOUNTANTS* (IFAC). Governance in the Public Sector: a governing body perspective. New York: IFAC, August 2001. (Study, n. 13). Disponível em: https://www.ifac.org/_flysystem/azure-private/publications/files/study-13-governance-in-th.pdf. Acesso em: 8/8/2023.

sinônimo do dever prestação de contas, com o intuito de melhorar a possibilidade de as pessoas mais vulneráveis na sociedade expressarem as necessidades.[907]

A ideia de *accountability* está ligada ao dever de demonstrar o resultado obtido em relação ao recursos recebidos, a quem lhes ofereceu.

No setor público, o termo *accontability* se presta a averiguar se: (i) os recursos públicos são administrados e aplicados adequadamente na forma das leis, regulamentos oficiais e políticas públicas setoriais; (ii) a gestão pública atinge os resultados e objetivos estipulados nos programas de governo; e (iii) os programas de governo são administrados de forma eficiente e eficaz; sendo os gestores responsáveis por reportar sobre o uso de recursos públicos ao Estado e aos governandos.[908]

Os Artigos 34, inciso VII e 35, inciso II da Constituição Federal impõem o dever de *accountability* à Administração Pública:

> Art. 34. A União não intervirá nos Estados nem no Distrito Federal, exceto para:
> (...)
> VII - assegurar a observância dos seguintes princípios constitucionais:
> (...)
> d) prestação de contas da administração pública, direta e indireta.
> (...)
>
> Art. 35. O Estado não intervirá em seus Municípios, nem a União nos Municípios localizados em Território Federal, exceto quando:
> (...)
> II - não forem prestadas contas devidas, na forma da lei;
> (...)

O dever de *accountability* do setor público possui estreita relação com o dever de boa regulação estatal, vez que o conhecimento das informações relevantes e importantes sobre determinado setor é imprescindível ao processo de tomada de decisões, ao mesmo tempo que se relaciona diretamente com a possibilidade de fiscalização do ente estatal, ecoando diretamente em sua credibilidade.[909] Sob essa perspectiva, o dever de

---

[907] *ORGANIZATION FOR ECONOMIC COOPERATION AND DEVELOPMENT* (OECD). Annual Report. 2008. Disponível em: https://www.oecd.org/newsroom/40556222.pdf. Acesso em: 9/8/2023.

[908] SIU, Marx Chi Kong. *Accontability* no setor público: uma reflexão sobre transparência governamental no combate à corrupção. n. 122 (2011): Revista do TCU. 2011-09-01. Pp. 78-87. Disponível em: https://revista.tcu.gov.br/ojs/index.php/RTCU/article/view/197. Acesso em: 8/8/2023.

[909] Segundo o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), transparência vai além da divulgação de informações, abrange o dever de o gestor público tornar-se compreendido pelo cidadão, via apresentação informações úteis, compreensíveis e valorosas para a sociedade. INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). Código das melhores práticas de governança corporativa. 5.ed. / Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. – São Paulo, SP: IBGC, 2015. 108p. ISBN 978-85-99645. Disponível em: https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/4382648/mod_resource/content/1/Livro_Codigo_Melhores_Praticas_GC.pdf. Acesso em: 8/8/2023.

prestação de contas não pode se limitar à finalidade de atender um requisito formal previsto em lei, as informações devem ser providas de forma clara, objetiva e útil, capaz de lastrear processos decisórios e assegurar a transparência nas organizações públicas e, em ultima instância, proporcionar credibilidade.

Accountability relaciona-se com o dever de responsabilidade com a ética, transparência e obrigação dos membros de um órgão administrativo ou representativo de prestar contas a instâncias controladoras ou aos seus representados e, por isso, no regime democrático moderno, fundamenta-se no princípio da soberania popular e no controle dos governantes pelos governados.

Guillermo O'Donnell divide a *accountability* em duas espécies: vertical e horizontal. Na acepção vertical *a accountability* corresponde às "*ações realizadas, individualmente ou por algum tipo de ação organizada e/ou coletiva, com referência àqueles que ocupam posições em instituições do Estado, eleitos ou não*"[910]. Já na acepção horizontal, define como:

> (...) existência de agências estatais que têm o direito e o poder legal e que estão de fato dispostas e capacitadas para realizar ações, que vão desde a supervisão de rotina a sanções legais ou até impeachment contra ações ou omissões de outros agentes ou agências do Estado que possam ser qualificadas como delituosas.[911].

Em 2013, a CVM e o Tribunal de Contas da União (TCU) iniciaram um planejamento estratégico para atuação coordenada com instituições públicas e privadas como forma de aperfeiçoar continuamente seus processos de supervisão e sanção.

Em 2017, a CVM e o TCU assinaram acordo de cooperação técnica[912] com objeto de disciplinar o intercâmbio de conhecimentos, informações e bases de dados entre os participes e, em especial, o fornecimento periódico, pela CVM ao TCU, de informações estruturadas contendo dados referentes aos participantes do Mercado de Valores Mobiliários. O acesso à base de dados do TCU e a seleção de servidores para

---

[910] O'DONNELL, Guillermo. Accountability horizontal e novas poliarquias. Lua Nova. São Paulo, n. 44, 1998, p. 28. Disponível em: https://www.scielo.br/j/ln/a/jbXvTQR88QggqcdWW6vXP8j/?lang=pt&format=pdf> Acesso em: 25/09/2023.

[911] O'DONNELL, Guillermo. Accountability horizontal e novas poliarquias. Lua Nova. São Paulo, n. 44, 1998, p. 40. Disponível em: https://www.scielo.br/j/ln/a/jbXvTQR88QggqcdWW6vXP8j/?lang=pt&format=pdf> Acesso em: 25/09/2023.

[912] COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). "Acordo de cooperação técnica que, entre si, celebram a Comissão de Valores Mobiliários e o Tribunal de Contas da União, para disciplinar o intercâmbio de conhecimento, informações e base de dados entre os participantes." https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/convenios/anexos/TCU.pdf. Acesso em: 9/8/2023.

atuarem com foco na análise desses dados é um avanço para a CVM, principalmente no que diz respeito ao uso de tecnologia nas atividades de supervisão.

Internamente, é a Secretaria de Gestão de Informações para o Controle Externo (SGI) da CVM, a responsável pelo gerenciamento dos conteúdos necessários às atividades de controle externo, pela interlocução e articulação de ações decorrentes do acordo de cooperação realizados com a CVM. O objetivo do acordo de cooperação entre as duas Autarquias é o de:

> conferir maior eficiência, eficácia e efetividade à gestão pública e contribuir para a melhoria da Administração Pública por meio da transferência de conhecimento e do acesso a sistema de informações constantes de bases de dados a cargo dos partícipes.[913]

Em 2020 foi realizaza a primeira auditoria de amplo espectro pelo TCU na CVM. O TCU liderou uma auditoria no âmbito da CVM para avaliar a conformidade e os riscos existentes na atuação da entidade (Processo n.º 027.307/2018-2), com resultados que ampliam o conjunto de conhecimentos técnicos sobre o funcionamento, os riscos operacionais e os principais problemas sistêmicos dessa Autarquia.

No resultado do processo, ganharam destaque algumas impropriedades, a exemplo de supervisão insuficiente sobre determinadas companhias abertas, baixa eficiência/efetividade dos mecanismos de fiscalização/sanção dos casos de uso de informação relevante não divulgada ao mercado e fiscalização insuficiente da atividade dos agentes autônomos de investimentos, além de casos pontuais com indícios de conflito de interesses e de conduta funcional anômala de agentes públicos.

No ano de 2022, foi instaurado o Processo n.º 031.683/2022-3 para monitoramento da CVM pelo TCU sobre as determinações e/ou recomendações realizadas, pelo TCU, à Comissão de Valores Mobiliários, Ministério da Economia, por meio do Acordão n.º 3252/2020-Plenário, no âmbito do processo de auditoria realizado em 2018 (Processo n.º *027.307/2018-2, ainda em trâmite, pendente de decisão).*[914]

---

[913] COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). "*Acordo de cooperação técnica que, entre si, celebram a Comissão de Valores Mobiliários e o Tribunal de Contas da União, para disciplinar o intercâmbio de conhecimento, informações e base de dados entre os participantes*." https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/convenios/anexos/TCU.pdf. Acesso em: 9/8/2023.

[914] TRIBUNAL DE CONTAS DA UNIÃO (TCU). Processo n.º 031.683/2022-2 - Monitoramento. Ementa: MONITORAMENTO DAS DETERMINAÇÕES E/OU RECOMENDAÇÕES FEITAS A(AO) Comissão de Valores Mobiliários, Ministério da Economia, POR MEIO DO ACÓRDÃO 3252/2020-Plenário, NO ÂMBITO DO PROCESSO 027.307/2018-2.Ementa: RELATÓRIO DE AUDITORIA. CVM. AVALIAÇÃO DE CONFORMIDADE E RISCOS NA ATUAÇÃO DE CONTROLE DO MERCADO DE

Em 9 de outubro de 2018 a Controladoria Geral da União (CGU) editou a *Instrução* Normativa CGU 9, de 9 de outubro de 2018, posteriormente revogada pela Instrução Normativa n.º 5 de 27 de agosto de 2021, estabelecendo instruções e orientações normativas de auditoria interna, que gerou a edição do Plano Anual de Atividades de Auditoria Interna (PAINT) CVM em 2018[915] e define cada objeto a ser auditado, as ações de desenvolvimento institucional e de capacitação que se pretende realizar ao longo do exercício, além de descrever as ações de fortalecimento da unidade de auditoria interna.[916]

O Plano Anual de Atividades de Auditoria Interna (PAINT) deve ser seguido de um "Relatório Anual de Atividades de Auditoria Interna" (RAINT).[917] Ademais, a CVM deve publicar anualmente um "Parecer de Auditoria", na forma do Artigo 16 da Instrução Normativa SFC/CGU nº 5, de 27 de agosto de 2021[918], segundo o

VALORES MOBILIÁRIOS PELA CVM. OPORTUNIDADES DE MELHORIA. RECOMENDAÇÕES À CVM E AO MINISTÉRIO DA ECONOMIA. QUESTÕES INCIDENTES (DOIS CASOS PONTUAIS COM INDÍCIOS DE CONFLITO DE INTERESSES E DE CONDUTA FUNCIONAL ANÔMALA DE AGENTES PÚBLICOS, A MOTIVAR A CIÊNCIA AOS ÓRGÃOS RESPONSÁVEIS). CIÊNCIA À CVM SOBRE O DEVER DE APRESENTAÇÃO INTEGRAL DE DOCUMENTOS SOLICITADOS PELO TCU, NOS TERMOS DO ART.42 DA LEI 8.443/92. CIÊNCIA DA DELIBERAÇÃO AOS ÓRGÃOS E ENTIDADES INTERESSADOS. Disponível em: https://conecta-tcu.apps.tcu.gov.br/tvp/72679791> Acesso em: 9/8/2023.

[915] COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Plano de Anual de Atividades de Auditoria Internas. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/acesso_informacao/auditoria/auditoria_interna/anexos/PAINT_2018.pdf. Acesso em: 9/8/2023.

[916] Antes de 2018, a CVM elaborava relatórios anuais internos, o chamado "Relatório Anual CVM", que contemplava os principais pontos da evolução do mercado de capitais no Brasil, assim como os fatos mais relevantes da atuação da Autarquia no cumprimento de seu mandato, além de abordar outros temas como: participantes do mercado, supervisão, fiscalização externa, atuação sancionadora, regulamentação, presença internacional, cooperação com outros organismos, atendimento e orientação ao público e educação financeira, e apresentadas as informações financeiras da CVM. Os Relatórios Anuais CVM de 2005 à 2018 estão disponibilizados para consulta na página web CVM, através do ícone "centrais de conteúdo" – "Publicações" – "Relatórios" – "Relatório Anual CVM"., Disponível em: https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/relatorios/anual. Acesso em: 9/8/2023.

[917] Os Relatórios Anuais de Auditoria Interna CVM referentes aos anos de 2018 à 2022 estão disponibilizados na página web da CVM, através do ícone "Auditoria Interna".

[918] No âmbito da obrigatoriedade de prestação de contas, atualmente, a CVM se submete aos normativos que regem a matéria, quais sejam a Instrução Normativa TCU nº 84, de 22 de abril de 2020 e a Decisão Normativa TCU nº 198, de 23 de março de 2022. Nos termos do Artigo 9° da Instrução Normativa TCU nº 84/2020, a prestação de contas será feita mediante a divulgação, no sítio oficial da CVM, em seção específica intitulada "Transparência e Prestação de Contas", de um plexo de informações relacionadas no Art. 8°, inciso I do citado normativo e da publicação das demonstrações contábeis e do relatório de gestão. Atualmente, resta disponível o Parecer de Auditoria relativo ao exercício de 2022, disponibilizado na página web CVM, através do ícone: "acesso à informação" – "Auditorias" – "Auditoria Interna" – "Parecer de Auditoria" – "Parecer de Auditoria 2022". Disponível em: https://www.gov.br/cvm/pt-br/acesso-a-informacao-cvm/auditorias/auditoria-interna/parecer-de-auditoria/parcer-de-auditoria-2022/view. Acesso em: 9/8/2023.

qual avalia a conformidade legal dos atos administrativos que emanaram da Autarquia a partir dos trabalhos de avaliação realizados para o determinado exercício.[919]

Como avaliação prognóstica, a partir da análise da evolução dos cenários de risco do próximo biênio, que resultam do desenvolvimento dos mercados, a CVM deve identificar com clareza e objetividade os riscos considerados como prioritários pela Autarquia no âmbito de seu macroprocesso de supervisão, bem como as principais ações planejadas pela CVM para o tratamento destes riscos. A CVM deve elaborar e publicar a cada dois anos, o Plano Bienal de Supervisão Baseada em Risco (SBR), conforme estabelecido pela Resolução Conselho Monetário Nacional n.º 3.427/06.[920]

Com relação exclusivamente à atividade sancionadora, a CVM publica com periodicidade trimestral o "Relatório de atividade sancionadora" disponível na página web CVM, segundo o qual reporta a atividade administrativa de cunho sancionador realizada pelas Superintendências da Autarquia no período,[921] compreendendo fundamentalmente a descrição dos seguintes procedimentos

---

[919] Referente ao exercício de 2022, a verificação da conformidade legal dos atos administrativos foi feita, exclusivamente, tendo por base os trabalhos de avaliação realizados ao longo do exercício de 2022, quais sejam: a) Execução das ações do Plano Bienal de Supervisão Baseada em Risco (SBR); b) Processos de Contratações; c) Relatório de Prestação de Contas; d) Acompanhamento das recomendações oriundas das auditorias e de processos disciplinares realizados. Disponível em: https://www.gov.br/cvm/pt-br/acesso-a-informacao-cvm/auditorias/auditoria-interna/parecer-de-auditoria/parcer-de-auditoria-2022/view. Acesso em: https://www.gov.br/cvm/pt-br/acesso-a-informacao-cvm/auditorias/auditoria-interna/parecer-de-auditoria/parcer-de-auditoria-2022/view.

[920] Segundo o Relatório CVM de Supervisão Baseado em Risco (SBR): biênio 2023-2024,para o biênio de 2023-2024, "*a CVM incluiu novos riscos prioritários vinculados às atividades de distribuição de valores mobiliários. Alguns outros riscos presentes no Plano Bienal 2021-2022 permanecem priorizados para o próximo biênio, tais como os riscos relativos ao mercado marginal, às transações com partes relacionadas e à prevenção e combate à lavagem de dinheiro e ao financiamento ao terrorismo e proliferação de armas de destruição de massa – PLD/FTP, dentre outros. Outro aspecto a ser observado é a consolidação de eventos de risco percebidos como redundantes por serem particularizações de eventos mais amplos, tais como os riscos relativos a trabalhos de auditoria. Uma inovação para este biênio é a adoção de três supervisões temáticas para riscos considerados emergentes: (a) riscos de influenciadores digitais, (b) riscos de governança em ações ESG/ASG no mercado de valores mobiliários, e (c) riscos de ofertas não registradas de security tokens distribuídos por grandes corretoras de criptoativos. Para estas supervisões temáticas a abordagem da CVM será transversal entre várias superintendências, o que demandará esforços de coordenação entre as áreas técnicas, ao mesmo tempo em que permite uma análise multifacetada e abrangente destes riscos emergentes*.". Disponível em: https://www.gov.br/cvm/pt-br/acesso-a-informacao-cvm/acoes-e-programas/plano-de-supervisao-baseada-em-risco/2023-2024/Plano%20Bienal%20CVM%20SBR%202023-2024/view. Acesso em: 9/8/2023.

[921] As Superintendências finalísticas da CVM que atuam em processos que podem resultar em ações sancionadoras são as seguintes: Superintendência de Relações com Empresas (SEP); Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários (SMI); Superintendência de Relações com Investidores Institucionais (SIN); Superintendência de Supervisão de Securitização (SSE); Superintendência de Registro de Valores Mobiliários (SRE); Superintendência de Normas Contábeis e de Auditoria (SNC); Superintendência de Supervisão de Riscos Estratégicos (SSR); e Superintendência de Processos Sancionadores (SPS).

diagnosticados no exercício reportado: a) total de processos investigativos em andamento, que podem ou não ensejar a instauração futura de um procedimento administrativo sancionador; b) total de Inquéritos Administrativos, Termos de Acusação de Rito Ordinário ou de Rito Simplificado; c) total de Alertas de Ofício expedidos; d) total de *Stop Orders* expedidos; e) termos de compromisso celebrados; f) julgamentos celebrados no período; g) penalidades impostas no período e absolvições; h) multas aplicadas no período; i) reportes de casos emblemáticos, j) total de ofícios de comunicação de indícios de crime expedidos; k) notícias de destaque sobre relação com regulados; l) eventos subsequentes, que poderão ser destaque no próximo trimestre.[922]

Segundo Relatório Trimestral de Atividade Sancionatória CVM, referente ao 2º trimestre de 2023, no final de junho de 2023, o total de processos com potencial sancionador nas oito áreas técnicas era de 767. No período referente ao 2º semestre de 2023, foram iniciados 12 Procedimentos Administrativos Investigativos, sendo todos Termos de Acusação de Rito Ordinário. Foram concluídos pelas áreas técnicas 15 Processos Administrativos que resultaram em acusações. Tais processos passaram ao *status* de Processos Administrativos Sancionadores para julgamento pelo Colegiado da CVM ou encerramento via assinatura de Termo de Compromisso.[923]

Ainda no 2º trimestre de 2023, o Colegiado apreciou propostas de Termo de Compromisso envolvendo 26 processos e 37 proponentes, com propostas de pagamento totalizando R$ 16,52 milhões a título de danos difusos. Dessas, o Colegiado aprovou propostas relativas a 15 processos e 19 proponentes, para pagamento de um total de R$ 11,88 milhões relativos a danos difusos. Neste período, foram objeto de negociação no Comitê de Termo de Compromisso propostas envolvendo 16 processos, sendo que 13 desses processos tiveram decisão de aceitação no âmbito do Colegiado da CVM. Houve desistência de propostas apresentadas em dois processos, referentes a sete proponentes, que envolviam montante de R$ 870 mil relativos a danos difusos.

---

[922] COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Relatório de Atividade Sancionadora, janeiro à março de 2023. Disponível em: https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/relatorios/relatorio-de-atividade-sancionadora/relatorio-de-atividade-sancionadora-cvm-2023-1o-trimestre-versao-resumida.pdf/view. Acesso em: 9/8/2023.

[923] COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Relatório de Atividade Sancionadora CVM: 2º Trimestre de 2023. Disponível em: https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/relatorios/relatorio-de-atividade-sancionadora/relatorio-de-atividade-sancionadora-cvm-2023-2o-trimestre-versao-resumida.pdf/view. Acesso em: 6 de dez. de 2023.

Consta no Relatório da Atividade Sancionadora CVM o total das multas no valor de R$ 284.397.953,38, aplicadas a 49 acusados. Foram encaminhados 8 ofícios aos Ministérios Públicos nos Estados (MPE) e 13 ofícios ao Ministério Público Federal (MPF), envolvendo - indícios de crime de ação penal pública identificados tanto em procedimentos administrativos sancionadores como no curso da atuação geral da Autarquia.[924] Finalmente, quanto a atividade sancionadora, a CVM emitiu 121 Ofícios de Alerta por meio de suas áreas de supervisão e 4 *Stop Orders*.

Em que pese a publicação trimestral de relatório da atividade sancionadora, a CVM sofre duras críticas relacionadas à falta de motivação, publicidade e transparência no que toca a execução da atividade sancionadora.

Conforme Denis Morelli[925] as Superintendências da CVM adotam procedimentos investigativos não uniformes e não divulgados para decisão, por exemplo, sobre a configuração ou não de justa causa.[926] Não são divulgadas as orientações gerais adotadas pelas Superintendências para tomada destas decisões, trâmite este que a um só tempo, viola o dever de motivação, publicidade, governança, decisão colegiada e transparência das atividades sancionadoras e regulatórias da Autarquia, questionando-se sua validade (Arts. 93, X, 37, 216 da CF, art. 50, I, §1º da Lei n.º 9.874/1999, Art. 2ª RCVM 45/2021), impedindo a fiscalização das decisões da Autarquia e a construção de uma jurisprudência coesa, o exercício de ampla defesa e contraditório pelo infrator, a avaliação da proporcionalidade da decisão, o interesse público, o juízo de consequencialismo.

---

[924] Entre os indícios de crime mais frequentes comunicados ao MP no 2º Entre os indícios de crime mais frequentes comunicados ao MP no 2º trimestre de 2023 destacaram-se os de "pirâmides" (artigo 2°, IX, da Lei 1.521), presentes em cinco comunicados; os de crimes de exercício irregular (sem autorização) de cargo, profissão, atividade ou função (artigo 27-E da Lei 6.385), objeto de seis ofícios; os de estelionato (artigo 171 do Código Penal), mencionados em dois comunicados; gestão fraudulenta de instituição financeira (artigo 4° da Lei 7492), presente em quatro ofícios; e manipulação do mercado (artigo 27-C da Lei 6.385), objeto de três ofícios.

[925] MORELLI, Denis. Breves considerações sobre a justa causa necessárias aos processos administrativos sancionadores in: Processo Sancionador nos mercados financeiro e de capitais. Coord. Gustavo Machado Gonzalez. São Paulo: Thomas Reuters Brasil. 2023, p. 38.

[926] Na prática, ao reconhecer preliminarmente a justa causa, em decisão motivada de forma implícita ou genérica, deixam de instaurar processos administrativos sancionadores e, logo, enviam as medidas de supervisão que entendem cabíveis. MORELLI, Denis. Breves considerações sobre a justa causa necessárias aos processos administrativos sancionadores in: Processo Sancionador nos mercados financeiro e de capitais. Coord. Gustavo Machado Gonzalez. São Paulo: Thomas Reuters Brasil. 2023, p. 38.

Na medida em que a instauração de processo administrativo sancionador ou o seu afastamento, pelo reconhecimento da justa causa, não vem acompanhado de motivação objetiva com relação aos pressupostos e elementos que nortearam a decisão, consubstanciam-se afirmações genéricas e/ou implícitas, portanto, de validade questionável. Não há nenhum padrão ou métrica de processo decisório a ser seguido pelas Superintendências, para nortear as decisões,[927]o que acaba por tornar árduo o trabalho de identificar os elementos de convicção do regulador, quanto mais construir uma jurisprudência capaz de fixar parâmetros e critérios mais uniformes a garantir um mínimo de segurança jurídica.

É necessário que as Superintendências da CVM estabeleçam governança regulatória interna capaz de oferecer procedimentos organizados, previsíveis e coerentes para avaliação da justa causa em todos os casos, de forma individualizada por acusado, com motivação *"explicita, clara e congruente"* (art. 50, §1º, Lei n.º 9.784/99), e nos termos dos pressupostos da norma (Art. 4º, §1º, incisos I a VIII, da Resolução CVM n.º 45/2021), prévia à análise da instauração ou não de processo administrativo sancionador, em decisão motivada e disponibilizada aos regulados, capaz de propiciar a formação de uma jurisprudência coesa a respeito.

Ademais, caso entendam, em determinado caso, pelo reconhecimento da justa causa, afastando a instauração do processo administrativo sancionador e optando pela aplicação das medidas de supervisão do Art. 4º, §§2º a 4º da RCVM n.º 45/2021, é obrigatória a disponibilização da motivação explícita, clara e coerente no sentido de demonstrar "*a necessidade e adequação da medida imposta (...), inclusive em face das possíveis alternativas"*, considerando, ainda, as "*consequências práticas da decisão."* (Art. 21, do Decreto n.º 4.657/1942). Também é necessário que a medida de supervisão seja clara e fundamentada o suficiente sobre o desvio de conduta e sobre o entendimento da CVM a respeito, na forma do Art. 4º, §3º da RCVM n.º 45/2021, que dispõe que a medida de supervisão adotada "*deve indicar claramente o desvio de conduta verificado e assinalar prazo razoável para a devida correção, se aplicável."*[928]

---

[927] MORELLI, Denis. Breves considerações sobre a justa causa necessárias aos processos administrativos sancionadores in: Processo Sancionador nos mercados financeiro e de capitais. Coord. Gustavo Machado Gonzalez. São Paulo: Thomas Reuters Brasil. 2023, p. 38.

[928] Para Denis Morelli, seria recomendável que a Resolução n.º 45/2021 determinasse que o Colegiado se manifestasse antes da instauração do processo administrativo sancionador, com motivação *"explicita, clara*

Sobre a publicidade e transparência, Eli Loria e Daniel Kalansky identificam que as áreas técnicas da CVM, responsáveis por avaliar a concessão de vistas dos autos em processos administrativos, com grande frequência, negam o acesso aos processos de maneira genérica e pouco fundamentada,[929] sem razão, pois a partir da interpretação sistemática do Art. 9º, §2º da Lei n.º 6.385/1976, Arts. 2 e 5º, §1º da RCVM n.º 45/2021, Arts. 5º, XXXIII, 37, §3º, inciso II e Art. 216, §2º da Constituição Federal, Arts. 4º, inciso III e 22 da Lei n.º 12.527/2011, extrai-se que a regra é a da publicidade dos atos e decisões administrativas, configurando o sigilo exceção que deve ser devidamente fundamentada, sob pena de nulidade.[930]

Por fim, a Lei n.º 13.848 através da alteração do Art. 4º, §5º da Lei n.º 9.986, bem assim, dos Arts. 20 a 24, determina que cada agência reguladora possua na sua estrutura organizacional uma procuradoria, que a representará em juízo, uma ouvidoria e uma auditoria (Art. 4º, § 3º), visando maior independência da atividade de fiscalização dos atos da agência. Não se percebe o cumprimento, pela CVM, das regras sobre a estruturação de uma auditoria e ouvidoria independentes, na forma dos Arts. 20 a 24 da Lei 13.848. A CVM aderiu ao Sistema de Ouvidorias do Poder Executivo Federal, o e-Ouv, disponibilizando um canal acesso via link: *sistema.ouvidorias.gov.br*.[931] Em agosto de 2021, a CVM editou a Resolução n.º 43, que dispõe sobre a instituição da Ouvidoria no âmbito do mercado de valores mobiliários.

5.7. Princípios constitucionais da Administração Pública à luz da regulação responsiva

Cabe a análise sobre a compatibilidade da sistemática de interpretação da lei vigente sob viés responsivo com os princípios gerais de Direito brasileiros.

---

e congruente" (art. 50, §1º, Lei n.º 9.784/99), e nos termos dos pressupostos do art. 4º, §1º, incisos I à VIII, da Resolução CVM n.º 45/2021, acerca da justa causa, argumentando que a mesma Resolução já determina a prévia manifestação do Colegiado, antes do julgamento do processo administrativo sancionador, sobre os pressupostos da infração do Art. 86, quando da apreciação dos requisitos do Termo de Compromisso. Portanto, a manifestação do Colegiado sobre a justa causa no início do procedimento administrativo sancionador, apresentaria a mesma sistemática e se mostraria salutar, sobretudo ante a ausência de motivação organizada, porque genérica ou implícita, dada pelas Superintendências.

[929] LORIA, Eli; KALANSKY, Daniel. Os limites do sigilo em processos administrativos na CVM. *In*: **Processo Sancionador nos Mercados Financeiro e de Capitais**; coord. Gustavo Machado Gonzalez. São Paulo: Thomson Reuters Brasil. 2023, p. 77-97.

[930] Neste sentido, Eli Loria e Daniel Kalansky asseveram: "... a publicidade é a regra no processo administrativo. O sigilo é aceito em caráter excepcional e, para tanto, deverá ser justificado, observados os limites para sua decretação..., sob pena de consubstanciar ato administrativo nulo." *Ibid*, p. 97.

[931] Disponível em: https://www.gov.br/cvm/pt-br/composicao/orgaos-seccionais/ouvidoria. Acesso em: 18 de jan de 2024.

5.7.1. Introdução

A teoria da regulação responsiva consagra um modelo adaptativo que conjuga incentivos intrínsecos e extrínsecos, interrelacionando as técnicas e instrumentos regulatórios para obtenção da melhor resposta estatal perante o não cumprimento da norma, capaz de obter a conformidade do agente regulado e do próprio mercado aos objetivos da regulação, em benefício da sociedade.

A modelagem regulatória responsiva possui, como características, ser mais flexível, adaptativo e personalizável, relevando a estrutura do setor regulado e os comportamentos destes agentes no processo de tomada de resposta regulatória, incentivando o comportamento cooperativo e a negociação entre regulador e agentes regulados.

A flexibilidade intrínseca à regulação responsiva, teoria estadunidense que remonta de sistema jurídico que possui como principal característica ser baseado em precedentes criados a partir de casos jurídicos (*common law*), e não em códigos (*civil law*), tem gerado questionamentos técnicos sobre sua compatibilidade com os princípios constitucionais da Administração Pública nacional, orientados pelo sistema jurídico codificado, mormente, os princípios da isonomia, impessoalidade legalidade.

A regulação responsiva combina o uso de sanções regulatórias, de forma menos rígida, com a técnica de incentivos extrínsecos, de forma dinâmica. As sanções são adaptadas às circunstâncias extrínsecas e específicas do caso e do perfil comportamental do regulado, considerando, ainda, fatores relacionados à gravidade da conduta, ao histórico de conformidade do regulado e às condições do mercado em que atua.

5.7.2. Princípios da Isonomia e da Impessoalidade.

A adoção da sistemática responsiva de regulação sugere a adequação da resposta regulatória aos diferentes agentes regulados, a depender de fatores subjacentes considerados, como: comportamento do regulado, perfil, motivações, que o afastam ou o aproximam de um comportamento padrão conforme. Dentro deste panorama, para uma mesma conduta praticada por diferentes regulados, a resposta estatal poderá ser diferente. Em outras palavras, cada regulado receberá uma resposta diferente, a partir de um juízo individualizado de análise que leva em conta: o seu perfil, suas motivações, aspectos de suas condutas, reiteração dos comportamentos desconformes, entre outros. Uma resposta regulatória desigual, à primeira vista, poderia sinalizar uma violação ao princípio da isonomia e mesmo da impessoalidade.

O corolário do princípio da equidade ou isonomia, veiculado no Art. 5º, *caput* da Constituição Federal, repousa na interpretação aristotélica que permite dispor de um tratamento igual aos iguais e um tratamento diferente aos diferentes, na medida de suas diferenças.[932] Para a aplicação prática deste corolário, é preciso que fique muito bem

[932] O Plenário do Supremo Tribunal Federal, nos julgamentos da ADPE n.º 186[932], de relatoria do ministro Ricardo Lewandowski e ADC 41[932], de relatoria do ministro Luís Roberto Barroso, em julgamentos emblemáticos sobre o sistema de reserva de vagas pelo critério étnico-racial, assevera a interpretação do princípio da isonomia, do art. 5º, caput da Constituição Federal, segundo corolário aristotélico, ao permitir o tratamento diferente para ingresso em universidades aos cidadãos, cujo fator de *descrimen* constitui a condição étnico racial, garantindo a validade das políticas afirmativas para reserva de percentual de vagas em benefício daqueles que apresentam referida condição. EMENTA: ARGUIÇÃO DE DESCUMPRIMENTO DE PRECEITO FUNDAMENTAL. ATOS QUE INSTITUÍRAM SISTEMA DE RESERVA DE VAGAS COM BASE EM CRITÉRIO ÉTNICO-RACIAL (COTAS) NO PROCESSO DE SELEÇÃO PARA INGRESSO EM INSTITUIÇÃO PÚBLICA DE ENSINO SUPERIOR. ALEGADA OFENSA AOS ARTS. 1º, CAPUT, III, 3º, IV, 4º, VIII, 5º, I, II XXXIII, XLI, LIV, 37, CAPUT, 205, 206, CAPUT, I, 207, CAPUT, E 208, V, TODOS DA CONSTITUIÇÃO FEDERAL. AÇÃO JULGADA IMPROCEDENTE. I – Não contraria - ao contrário, prestigia – o princípio da igualdade material, previsto no caput do art. 5º da Carta da República, a possibilidade de o Estado lançar mão seja de políticas de cunho universalista, que abrangem um número indeterminados de indivíduos, mediante ações de natureza estrutural, seja de ações afirmativas, que atingem grupos sociais determinados, de maneira pontual, atribuindo a estes certas vantagens, por um tempo limitado, de modo a permitir-lhes a superação de desigualdades decorrentes de situações históricas particulares. II – O modelo constitucional brasileiro incorporou diversos mecanismos institucionais para corrigir as distorções resultantes de uma aplicação puramente formal do princípio da igualdade. III – Esta Corte, em diversos precedentes, assentou a constitucionalidade das políticas de ação afirmativa. IV – Medidas que buscam reverter, no âmbito universitário, o quadro histórico de desigualdade que caracteriza as relações étnico raciais e sociais em nosso País, não podem ser examinadas apenas sob a ótica de sua compatibilidade com determinados preceitos constitucionais, isoladamente considerados, ou a partir da eventual vantagem de certos critérios sobre outros, devendo, ao revés, ser analisadas à luz do arcabouço principiológico sobre o qual se assenta o próprio Estado brasileiro. V - Metodologia de seleção diferenciada pode perfeitamente levar em consideração critérios étnico-raciais ou socioeconômicos, de modo a assegurar que a comunidade acadêmica e a própria sociedade sejam beneficiadas pelo pluralismo de ideias, de resto, um dos fundamentos do Estado brasileiro, conforme dispõe o art. 1º, V, da Constituição. VI - Justiça social, hoje, mais do que simplesmente redistribuir riquezas criadas pelo esforço coletivo, significa distinguir, reconhecer e incorporar à sociedade mais ampla valores culturais diversificados, muitas vezes considerados inferiores àqueles reputados dominantes. VII – No entanto, as políticas de ação afirmativa fundadas na discriminação reversa apenas são legítimas se a sua manutenção estiver condicionada à persistência, no tempo, do quadro de exclusão social que lhes deu origem. Caso contrário, tais políticas poderiam converter-se benesses permanentes, instituídas em prol de determinado grupo social, mas em detrimento da coletividade como um todo, situação – é escusado dizer – incompatível com o espírito de qualquer Constituição que se pretenda democrática, devendo, outrossim, respeitar a proporcionalidade entre os meios empregados e os fins perseguidos. VIII – Arguição de descumprimento de preceito fundamental julgada improcedente. (STF. ADPF n.º 186. Plenário. Relator Ministro Ricardo Lewandowski. DJ 26/4/2012). Ementa: Direito Constitucional. Ação Direta de Constitucionalidade. Reserva de vagas para negros em concursos públicos. Constitucionalidade da Lei n° 12.990/2014. Procedência do pedido. 1. É constitucional a Lei n° 12.990/2014, que reserva a pessoas negras 20% das vagas oferecidas nos concursos públicos para provimento de cargos efetivos e empregos públicos no âmbito da administração pública federal direta e indireta, por três fundamentos. 1.1. Em primeiro lugar, a desequiparação promovida pela política de ação afirmativa em questão está em consonância com o princípio da isonomia. Ela se funda na necessidade de superar o racismo estrutural e institucional ainda existente na sociedade brasileira, e garantir a igualdade material entre os cidadãos, por meio da distribuição mais equitativa de bens sociais e da promoção do reconhecimento da população afrodescendente. 1.2. Em segundo lugar, não há violação aos princípios do

definido e motivado o fator de "*descrimen*" que possibilita e legitima a aplicação de uma ou outra resposta regulatória. Em outras palavras, definido o sistema regulatório responsivo, bem assim pontuado o fator de "*descrimen*" autorizado em legislação, ou seja, os fatores de relevância no processo de tomada de decisão que autorizam uma resposta diferente do regulador, não parece haver propriamente uma violação ao princípio da isonomia, mas seu cumprimento, pois se vislumbra um tratamento regulatório adequado aos fatores eleitos pela própria lei que justificam o agravamento ou atenuação da resposta regulatória.

Neste sentido, o Artigo 22, §1º do Decreto-Lei n.º 4.657/42, impõe ao Administrador Público[933]o dever de considerar fatores individualizantes na interpretação da infração administrativa, quais sejam as circunstâncias práticas que houverem imposto, limitado ou condicionado a ação do agente, em decisão que avaliar a regularidade de conduta ou validade de ato, contrato, ajuste, processo ou norma administrativa.

No mesmo sentido, o §2º do Art. 22 determina ao Administrador Público o dever de considerar fatores individualizantes correspondentes a natureza e a gravidade da infração cometida, os danos que dela provierem para a administração pública, as circunstâncias agravantes ou atenuantes e os antecedentes do agente, no ato da imposição da sanção. Nesta linha, destacam-se também os Artigos 62 e 63 da Resolução n.º 45/21.

Por outro lado, os Art. 20, *caput* e 21, *caput* do Decreto-Lei n.º 4.657/42, impõem o dever do Administrador Público de considerar as consequências das respostas estatais, mediante "juízo de prognose", no caso de prática de infração administrativa, bem assim condiciona a resposta estatal ao dever de proporcionalidade e de satisfação do interesse público (Art. 21, *parágrafo único*).

---

concurso público e da eficiência. A reserva de vagas para negros não os isenta da aprovação no concurso público. Como qualquer outro candidato, o beneficiário da política deve alcançar a nota necessária para que seja considerado apto a exercer, de forma adequada e eficiente, o cargo em questão. Além disso, a incorporação do fator "raça" como critério de seleção, ao invés de afetar o princípio da eficiência, contribui para sua realização em maior extensão, criando uma "burocracia representativa", capaz de garantir que os pontos de vista e interesses de toda a população sejam considerados na tomada de decisões estatais. (...) (STF. ADC 41. Plenário, Relator Ministro Roberto Barroso. DJ 12/4/2018).

933 Confira Art. 22, do Decreto-Lei n.º 4.657/42. "*Art. 22. Na interpretação de normas sobre gestão pública, serão considerados os obstáculos e as dificuldades reais do gestor e as exigências das políticas públicas a seu cargo, sem prejuízo dos direitos dos administrados. (Regulamento). § 1º Em decisão sobre regularidade de conduta ou validade de ato, contrato, ajuste, processo ou norma administrativa, serão consideradas as circunstâncias práticas que houverem imposto, limitado ou condicionado a ação do agente. (Incluído pela Lei nº 13.655, de 2018). § 2º Na aplicação de sanções, serão consideradas a natureza e a gravidade da infração cometida, os danos que dela provierem para a administração pública, as circunstâncias agravantes ou atenuantes e os antecedentes do agente.*"

Resta autorizada pela Lei de Introdução às normas do Direito Brasileiro a modulação da aplicação da resposta estatal pelo gestor público face ao descumprimento da norma, sem violação aos princípios da isonomia e impessoalidade, desde que condicionada a fatores de *descrimen* previstos no Art. 22, à análise das consequências da resposta estatal e do interesse público, na forma dos Arts. 20 e 21.

De se observar ainda que a Resolução n.º 45/2021 determina a análise de fatores individualizantes para tipificação da conduta via avaliação dos pressupostos da justa causa previstos no Art. 4º, Inciso I, alínea "b", §1º, incisos I a VIII; e no caso de entender que a aplicação de instrumentos de Supervisão será mais efetiva, considerado o interesse público e via "juízo de prognose" sobre as consequências da resposta estatal.

Em sede jurisprudencial destaca-se o julgamento da ADI n.º 4.923. O Supremo Tribunal Federal reconhece a assimetria regulatória como prática internalizada em diversos setores regulados, rechaça o estabelecimento de soluções regulatórias universais para todas as atividades reguladas e aplicável a todos os atores do mercado, afirmando que não há óbices constitucionais à modulação regulatória adequada, admitindo respostas regulatórias sensíveis à estrutura e às variáveis particulares de determinado mercado.[934]

> A bem de ver, a técnica legislativa empregada no diploma em exame é exatamente aquela típica do Estado regulador contemporâneo, em que a lei define as metas principais e os contornos da atividade do órgão regulador, cometendo-lhe (nestes limites e sob o controle do Judiciário e o próprio Legislativo) margem relativamente ampla de atuação. E, como também já apontado, é bom que assim o seja, na medida em que (i) a matéria, de um lado, se reveste de significativo dinamismo, como denotam as tendências de convergência tecnológica que tornaram obsoleta a legislação nacional anterior, e (ii) a disciplina do setor audiovisual, em diferentes aspectos, suscita questões de elevada complexidade técnica, a exigir conhecimento especializado, como aquele titularizado pela ANCINE. Nesse cenário, exigir que a lei formal esgote o conteúdo normativo aplicável à espécie é tanto impraticável quanto desaconselhável, reconduzindo-nos a um paradigma de legalidade criado para um perfil de Estado que já não existe mais.
> (...) a definição da impossibilidade do cumprimento das cotas é matéria evidentemente técnica, a envolver o emprego do conhecimento especializado da ANCINE na análise de variáveis concretas muito voláteis. Hoje, inclusive, algumas dessas variáveis constam de ato regulamentar expedido pela própria agência. São elas o porte econômico da programadora ou da empacotadora, seu número de assinantes e o tempo de atuação no mercado, consoante a Seção III do Capítulo VII da Instrução Normativa nº 100/2012. Parece-me que, aqui, o legislador agiu com prudência e remeteu a análise de tais aspectos ao caso concreto, ao invés de engessar o tema com regras gerais incapazes de (i) assimilar os nuances de cada situação particular dos agentes econômicos e (ii) incorporar o próprio dinamismo da matéria, que, por exemplo, comporta compensações entre canais e pacotes para

[934]STF. ADI n.º 4.9233. Plenário. Relator: Ministro Luiz Fux. Disponível em: https://portal.stf.jus.br/processos/downloadPeca.asp?id=314044020&ext=.pdf. Acesso em: 5 de maio de 2023.

> fins de cumprimento das obrigações de conteúdo criadas pela Lei nº 12.485/11, tais como registra o portal da ANCINE na internet, em que constam – com ampla publicidade e transparência – diversos pedidos de dispensa bem como as respetivas decisões.

Se o fator de *discrimen* previsto na legislação (ou seja: as considerações das condições, perfil, situação específica e grau de reincidência de um regulado revelar maior ou menor adesão à satisfação do interesse público, qual seja o grau de conformidade do agente às normas de regulação a ao ambiente desejado regulado), autoriza uma ou outra resposta estatal mais ou menos severa, sendo tanto mais rigorosa, quanto maior o distanciamento do regulado à cultura regulatória, não se consegue visualizar incompatibilidade na calibração da resposta do Estado, pressuposto da regulação responsiva, com os princípios da impessoalidade e da isonomia.

5.7.3. Princípio da legalidade no Direito Sancionador Regulatório Responsivo.

A questão central para compreensão da atividade administrativa sancionadora regulatória sob uma perspectiva da regulação responsiva em uma sistemática jurídica de matriz civilista, parte da interpretação do princípio da legalidade, que deve ser, ao um só tempo: compatível com a discricionariedade necessária para o manejo da atuação responsiva do Estado perante a ação ou omissão do regulado, e adequado as regras mínimas de exigência lei prévia formal e certa, capazes de garantir a segurança jurídica necessária e adequada ao sistema de matriz *civil law*.

É preciso definir contornos e conteúdo do princípio da legalidade específicos e incidentes sobre o Direito Administrativo Sancionador Regulatório, que, como vimos no Capítulo 3.5., não se deduzem diretamente do Direito Penal e que podem se adequar a uma sistemática de regulação responsiva.

No Direito Administrativo Sancionador Regulatório, o princípio da legalidade se aplicaria sempre, porém, adaptado e modulado segundo as peculiaridades da matéria no caso concreto, demandando margem de discricionariedade administrativa, desde que amplamente justificada e motivada, dentro dos fatores individualizantes autorizados em lei (como: comportamento e perfil do infrator e condições do descumprimento da norma); da análise prognóstica das consequências da resposta estatal e do interesse público subjacente, condizentes com a finalidade regulatória.

No contexto do microssistema legislativo administrativo sancionador regulatório, notam-se dispositivos que concedem margem de discricionariedade ao regulador, propiciam a interpretação do princípio da legalidade como dever de juricidade prévia e relativamente certa, legitimando o ato administrativo equivalente à atuação do regulador, através da obrigatoriedade de ampla motivação, transparência, publicidade, participação social, interesse público, finalidade e eficiência.

Analisa-se, a seguir, o princípio da legalidade incidente no âmbito da atividade sancionadora regulatória sob um racional de regulação responsivo, a partir: a) da atividade normativa do regulador; b) do controle judicial exercido sobre a atividade normativa do regulador; c) dos contornos da tipicidade; d) da imposição da sanção (proporcionalidade e individualização) e c) da consensualidade.

a) Princípio da legalidade e a atividade normativa do regulador:

O ordenamento jurídico brasileiro conta com uma estrutura normativa na qual a Constituição Federal apresenta-se no mais elevado grau de hierarquia, à qual todas as leis infraconstitucionais devem sem adequar. Em ordem decrescente, contamos com a lei complementar, lei ordinária, decretos, demais regulamentos e os atos normativos inferiores, nos quais se incluem: portarias, resoluções e instruções, que, em razão do princípio da legalidade, possuem caráter dependente da lei.[935]

Nos anos 90, pós criação das Agências Reguladoras, teorias situavam o poder normativo da agência reguladora como espécie de regulamento executivo e autônomo ou forma de delegação legislativa. Todavia, não demorou para que esta solução fosse considerada inadequada.

Regulamentar uma lei corresponde a um ato de competência do Poder Executivo central, comandado pelo Presidente da República, com preponderância política. A atividade de regulação constitui nova categoria jurídica de competência das agências reguladoras no exercício de sua capacidade técnica que ultrapassa a definição de expedição de ato normativo apenas a uma solução de concordância prática entre as normas constitucionais e o ato infralegal. Assim, não se deve confundir normas editadas pelos reguladores, com a função de regulamentar a lei, de competência do Presidente da República.

---

[935] GUERRA, Sérgio. Discricionariedade, regulação e reflexibilidade: uma nova teoria sobre as escolhas administrativas. 5ª ed. Belo Horizonte: Editora Fórum, p. 225.

A atividade normativa reservada às Agências Reguladoras, função que integra a regulação estatal, não se confunde com a função tradicionalmente exercida pela Administração Pública de regulamentar lei, com o objetivo de viabilizar o respectivo cumprimento (Art. 84, inciso IV da CF), nem se confunde com o instituto do regulamento autônomo (Art. 84, inciso VI, 103-B, §4º, inciso I e 237 da CF).[936]

É inegável o espaço normativo atribuído à Administração Pública indireta, em especial, aos agentes reguladores da atividade econômica, para responder de modo rápido, flexível e dinâmico às demandas sociais e preencher as lacunas legais.

Se a atividade normativa da Agência Reguladora não se confunde com a função tradicionalmente exercida pela Administração Pública de regulamentar lei, com o objetivo de viabilizar o respectivo cumprimento (Art. 84, inciso IV da CF), nem se confunde com o instituto do regulamento autônomo (Art. 84, inciso VI, 103-B, §4º, inciso I e 237 da CF), qual o fundamento do ato normativo regulatório? Quais os limites da atividade normativa do regulador?

No âmbito da regulação defende-se a existência de "Reserva da Administração", que seria um espaço conferido ao regulador para normatizar comportamentos desejados e indesejados e seus consectários lógicos, sem violação ao princípio da separação dos poderes, cuja legitimidade normativa se extrai da existência de uma habilitação legislativa mínima prévia e da interpretação teleológica da Constituição que elege como essencial a atividade regulatória como agente normativo da economia (Art. 174).[937] Nas palavras de Sérgio Guerra:

---

[936] No julgamento da ADI n.º 4.874, o STF enfrentou a questão sobre a natureza jurídica da regulação e asseverou a diferença entre regulamentação e regulação: "*Ainda que os limites e condições impostos à edição de 'regulamentos autônomos' se apliquem integralmente às normas regulatórias, não há que se confundir ambas as espécies de atos normativos; o regulamento, autônomo ou não, é emanado de autoridade política, sem compromisso de neutralidade; a norma regulatória, (...), traça conceitos técnicos, despidos de valoração política (que deve estar contida na norma a ser implementada); deve ser equidistante dos interesses em jogo, resultando de uma ponderação entre os custos e os benefícios envolvidos (daí deve ser necessariamente motivada e editada, preferencialmente, por agente 'independente', i.e. protegido contra pressões políticas).*" STF. ADI 4.874. Relatora Ministra Rosa Weber. Autor: Confederação Nacional da Industria. Réu: Congresso Nacional e Presidente da República. Tribunal Pleno. DJe 31/01/2019.

[937] RESERVA DE ADMINISTRAÇÃO E SEPARAÇÃO DE PODERES. - O princípio constitucional da reserva de administração impede a ingerência normativa do Poder Legislativo em matérias sujeitas à exclusiva competência administrativa do Poder Executivo. É que, em tais matérias, o Legislativo não se qualifica como instância de revisão dos atos administrativos emanados do Poder Executivo. Precedentes. Não cabe, desse modo, ao Poder Legislativo, sob pena de grave desrespeito ao postulado da separação de

> (...) em termos de regulação de atividades econômicas, a lei não consegue a tudo prever havendo um espaço normativo de "reserva do regulador". Assim, a polêmica acerca de função normativa das entidades reguladoras se insere em uma discussão mais profunda, que envolve a sua adaptação ao sistema tripartite oitocentista, subsumido no princípio da separação e do equilíbrio entre os poderes estatais, que impõe também uma revisão da hierarquia normativa. Nessa ordem de convicções, é jurídico sustentar a constitucionalidade do exercício da função normativa secundária pelas entidades reguladoras por não se detectarem qualquer usurpação da função legiferante, de competência do Poder Legislativo, nem, tampouco, do poder regulamentar de atribuição precípua do Chefe do Poder Executivo.[938]

A identificação, no ordenamento jurídico nacional, de espaços livres para a atuação normativa da administração indireta resulta da "*interpretação teleológica da Constituição e da compreensão sistemática do conjunto de normas relativas a cada setor regulado."* [939]

Por outro lado, os Artigos 2º a 12º do Marco Geral das Agências Reguladoras dispõem sobre o poder normativo das Agências Reguladoras, atrelando sua legitimidade a um processo decisório que preceda de consulta prévia pública às associações privadas e à sociedade, de estudos a partir de análises de impacto regulatório, de motivação, de demonstração de proporcionalidade e de interesse público.

Em razão do princípio da legalidade e do princípio da separação dos poderes, a atividade normativa da Agência Reguladora será legítima se precedida de um mínimo de habilitação legal que tenha conferido ao regulador margem para edição de normas regulatórias, mas qual seria o conteúdo mínimo dessa habilitação legal? Ou, em outras palavras, qual conteúdo do princípio da legalidade recai sobre a atividade normativa da regulação estatal?

A partir da interpretação do princípio da legalidade incidente sobre o Direito Administrativo Sancionador Regulatório, exige-se a existência de lei prévia e certa para edição de ato normativo. Compreende-se o termo "lei" na qualidade de

---

poderes, desconstituir, por lei, atos de caráter administrativo que tenham sido editados pelo Poder Executivo, no estrito desempenho de suas privativas atribuições institucionais. Essa prática legislativa, quando efetivada, subverte a função primária da lei, transgride o princípio da divisão funcional do poder, representa comportamento heterodoxo da instituição parlamentar e importa em atuação ultra vires do Poder Legislativo, que não pode, em sua atuação político-jurídica, exorbitar dos limites que definem o exercício de suas prerrogativas institucionais" (STF, ADI-MC nº 2.364-AL, Tribunal Pleno, Rel. Min. Celso de Mello, 01-08-2001, DJ 14-12-2001, p. 23).

[938] GUERRA, Sérgio. **Discricionaridade, regulação e reflexibilidade: uma nova teoria sobre as escolhas administrativas.** 5ª ed. Belo Horizonte: Editora Fórum. 2018, p. 226.

[939] SILVA, Leonardo Oliveira da. **Autonomia Regulatória.** Rio de Janeiro: Lumen Juris. 2019, p. 241.

"juricidade", abrangendo não só a legislação decorrente da atividade parlamentar, mas aquela decorrente da atividade executiva, restando necessário que lei formal sinalize o campo e a margem normativa deixada ao regulador, justificada pelo aspecto técnico e dinâmico necessários à atividade regulamentar setorial. Compreende-se por certeza a exigência de elementos suficientes constantes na norma e no sistema sancionatório capazes de indicar as ações/omissões em desconformidade e suas respectivas e possíveis consequências.

O que se repudia é que a Lei preveja cláusulas de remissão em branco, incondicionadas ou mesmo não apresente cláusulas suficientes para que o Regulador tenha critérios e instruções suficientes para regulamentar, pois tal situação se converteria em uma habilitação ao Executivo para diretamente legislar, subvertendo a ordem e divisão dos Poderes do Estado.

Na ADI n.º 4.874, de autoria da Confederação Nacional da Indústria (CNI) que questiona a natureza do ato normativo expedido pela Agência Nacional de Vigilância Sanitária (ANVISA), o STF analisou os limites da atuação normativa da Agência Regulatória, questionamento indiretamente a incidência do princípio da legalidade sobre a atividade normativa da regulação estatal.

A autora da ação (CNI) fundamenta que os Artigos 2º, 5º e 37, *caput* da Constituição Federal vedam o que denominam de "delegação legislativa em branco", ou seja, veda a delegação de ato normativo desacompanhado de critérios claros e obrigatórios para o seu exercício, sobretudo, em casos em que ficará restringida a livre iniciativa, hipótese em que se exigiria lei em sentido formal na forma do artigo 170, parágrafo único da Constituição Federal.

Logo a seguir, a CNI pretende que o STF reconheça a inexistência de competência normativa primária da ANVISA com fulcro na Lei n.º 9.782/1999. Segundo sua tese, a ANVISA estaria apenas autorizada a exercer o poder de polícia sanitário que abrange: competência executiva, concreta e específica, vinculada à legalidade em sentido estrito, concluindo que qualquer proibição de atividade econômica, em caráter geral e abstrato, só poderia se legitimar em lei em sentido formal. Segundo a CNI: à Administração Pública compete "*fazer valer as decisões do legislador, devendo agir*

apenas quando a lei autorizar, sem subverter o comando de fiel execuções dos textos legais (art. 84, IV, CRFB)" e completa:

> (...) apenas a lei poderia proscrever com abstração e generalidade, só fazendo sentido que o administrador proíba quando a lei for descumprida (como na primeira parte do inciso XV mencionado), ou quando exista um risco grave, aferível concretamente e urgente à saúde (como na incorreta interpretação da parte final do dispositivo), casos em que atuará no exercício de seu poder de polícia. [940]

O Procurador Geral da República, por sua vez, se posicionou contra a ADI n.º 4.874, consignando que o poder normativo das agências reguladoras se caracteriza por ostentar um grau de discricionariedade técnica capaz de fundamentar atos com algum grau de viés político, desde que estejam de acordo às políticas públicas formadas para o setor.

> ...é possível a elaboração de normas com caráter geral e abstrato pelas agências reguladoras, inovando no ordenamento jurídico, intervindo nos diversos setores da economia e atuando de maneira criativa e não simplesmente reproduzindo os comandos legais, desde que pautado no conjunto de princípios, diretrizes e standarts destinados à sua área de atuação pelo legislador ordinário e pela Constituição da República.[941]

Em sede de decisão, o STF considerou que a liberdade normativa do regulador (discricionariedade normativa) repousa na consecução dos objetivos da política pública designados para o setor, além da garantia dos princípios constitucionais que regem o setor.

> Os atos normativos das agências reguladoras (...), dando executoriedade às políticas públicas escolhidas, expressas em leis finalísticas, especificarão os direitos e obrigações impostas por lei aos particulares. Note-se que a estatuição primária, autônoma, continua sendo da lei que dita diretrizes/objetivos/princípios. (...) Os atos normativos de direito regulatório deverão pautar-se pelas finalidades estabelecidas na lei de instituição da referida agência, e deverão atender requisitos formais – respeito a normas do processo de criação – e materiais – atendimento de finalidade específica e proporcionalidade.[942]

Na visão do STF, portanto, muito embora o legislador não possa delegar a responsabilidade pela formação de políticas públicas, pode delegar os meios para persecução desta política pública, o que significaria que a liberdade normativa do regulador vai além da execução mecânica da lei. Todavia, o julgamento do STF não

---

[940] STF. ADI 4.874. Relatora Ministra Rosa Weber. Autor: Confederação Nacional da Industria. Réu: Congresso Nacional e Presidente da República. Tribunal Pleno. DJe 31/01/2019.

[941] STF. ADI 4.874. Relatora Ministra Rosa Weber. Autor: Confederação Nacional da Industria. Réu: Congresso Nacional e Presidente da República. Tribunal Pleno. DJe 31/01/2019.

[942] CARDOSO, Henrique Ribeiro. Controle da Legitimidade da Atividade Normativa das Agências Reguladoras. Rio de Janeiro: Editora Lumen Juris, 2010, p. 102.

fornece balizas claras e objetivas no sentido de determinar um núcleo mínimo necessário em lei formal capaz de legitimar o ato normativo regulatório.[943]

Na prática, não se mostra nítida a remissão da Lei, nem seus limites, formando-se uma zona confusa na qual os Tribunais precisam decidir, caso a caso, se houve ou não extrapolação da permissão regulamentar da Administração Indireta em determinado caso.

Na análise sobre os limites do poder normativo das Agências Reguladoras observa-se um causuísmo nas Decisões do STF, não se vislumbra nem um consenso sobre a extensão e profundidade do poder normativo das Agências Reguladoras, nem tampouco conceitos palpáveis que possam servir como norte.

Em julgamento sobre o Novo Marco Regulatório da Televisão por Assinatura (Lei n.º 12.485/2011), ADI n.º 4.923 de Relatoria do Min. Luiz Fux, o STF entendeu que Administração Pública possui poderes para editar atos normativos a partir de "*princípios inteligíveis capazes de permitir o controle legislativo e judicial sobre os atos da Administração*", atribuição que, segundo Relator, não fere a concepção moderna do princípio da legalidade e é compatível com o sistema de tripartição dos poderes. A Decisão carece de utilidade prática por se mostrar demasiado genérica.

> (...)
> *4.* A moderna concepção do princípio da legalidade, em sua acepção principiológica ou formal axiológica, chancela a atribuição de poderes normativos ao Poder Executivo, desde que pautada por princípios inteligíveis (intelligible principles) capazes de permitir o controle legislativo e judicial sobre os atos da Administração.
>
> 7. In casu, os arts. 9º, parágrafo único, 21 e 22 da Lei nº 12.485/11, apesar de conferirem autoridade normativa à Agência Nacional do Cinema (ANCINE), estão acompanhados por parâmetros aptos a conformar a conduta de todas as autoridades do Estado envolvidas na disciplina do setor audiovisual brasileiro (ex vi do art. 3º da Lei do SeAC), impedindo que qualquer delas se transforme em órgão titular de um pretenso poder regulatório absoluto. Não ocorrência de violação material à Carta da República. (...)[944]

O Voto proferido pela Ministra Rosa Weber, em sede da ADI´s n.º 4.923, chega a considerar a constitucionalidade das normas que atribuem competência normativa

[943]STF. ADI 4.874. Relatora Ministra Rosa Weber. Autor: Confederação Nacional da Industria. Réu: Congresso Nacional e Presidente da República. Tribunal Pleno. DJe 31/01/2019.
[944] STF. ADI n.º 4.923. Plenário. Relator: ministro Luiz Fux. DJ. 8/11/2017. Disponível em: https://portal.stf.jus.br/processos/downloadPeca.asp?id=15339876853&ext=.pdf. Acesso em: 5 de junho de 2023.

secundária às agências reguladoras nacionais, ainda que em termos gerais e abstratos, desde que a lei originária especifique os pressupostos que permitam o exercício dessa competência infralegal:

> A norma regulatória preserva a sua legitimidade quando cumpre o conteúdo material da legislação setorial. Nesse exercício, pode, sim, conter regras novas, desde que preservada a ordem vigente de direitos e obrigações, que se impõe como limite ao agir administrativo: regras novas e não direito novo.[945]

O precedente positivado pelo Plenário do STF no julgamento da ADI n.º 4.923 acima é peremptório no sentido de fazer uma releitura do princípio da legalidade, defendendo uma espécie de legalidade material da norma regulatória, defendendo a sua legitimidade quando for fiel ao conteúdo material da legislação setorial respectiva, admitindo-se, segundo consta na Decisão, normas novas, mas não direito novo. A Decisão considera que o atual estado da regulação da atividade econômica brasileira, e respectivas demandas diárias, não se coaduna com uma regulação restrita aos limites da legalidade formal, ou seja, da fonte normativa legal em sentido estrito. No entanto, ao permitir a atuação normativa ampla e quase irrestrita da Agência Reguladora, acaba por violar o princípio constitucional da separação dos poderes.

O Ministro do STF, Alexandre de Moraes, vai além, no julgamento da ADI n.º 4.874, e sustenta que o princípio da legalidade passou por uma evolução, de modo que o próprio STF, vem reconhecendo a constitucionalidade da função regulatória exigindo apenas que o ato normativo apresente "lastro legal":

> ...apresente lastro legal, isto é, uma correspondência direta com diretrizes e propósitos afirmados em lei ou na própria Constituição (...)[946] na forma do já citado binômio "centralização política governamental" – "descentralização administrativa."[947]

---

[945] Nos termos do Voto: "*O advento das agências reguladoras setoriais – "autarquias especiais que desempenham funções administrativas, normativas e decisórias, dentro de um espaço de competências que lhe é atribuído por lei" – representa inegável aperfeiçoamento da arquitetura institucional do Estado de Direito Contemporâneo no sentido do oferecimento de uma resposta da Administração Pública para fazer frente à complexidade das relações sociais verificadas na modernidade. A exigência de flexibilidade e agilidade cada vez maiores do Estado diante das ininterruptas demandas econômicas e sociais que lhes sçao direcionadas levou à emergência de estruturas administrativas relativamente autônomas e independentes – as chamadas agências – dotadas de mecanismos aptos e eficazes para a regulação de setores específicos, o que inclui a competência para editar atos qualificados como normativos."* STF. ADI n.º 4.923. Ação Direta de Inconstitucionalidade. Autor: Associação brasileira de Televisão por Assinatura em UHF. Réu: Presidente da República e Congresso Nacional. Relator: Ministro Luiz Fux. DJ. 29 de março de 2019. Voto: Rosa Weber. Acesso em: 14 de março de 2023

[946] Referências utilizadas pelo próprio Min. Alexandre de Moraes no STF: ADI 4093, Rel. Min. Rosa Weber, Tribunal Pleno, DJe 16/10/2014; ADI 4954, Rel. Min. Marco Aurélio, Tribunal Pleno, DJe 29/10/2014; RMS 28.487, Rel, Min Dias Tofoli, Primeira Turma, DJe 14/03/2013.

[947] STF. ADI 4.874. Relatora Ministra Rosa Weber. Autor: Confederação Nacional da Industria. Réu: Congresso Nacional e Presidente da República. Tribunal Pleno. DJe 31/01/2019.

Já o Ministro Luiz Fux, em sede do julgamento da mesma ADI n.º 4.874, avança e chega a sustentar a "deslegalização" e a essencial função da motivação para legitimar o ato normativo, ao tratar do poder normativo das agências reguladoras, eis que, decidindo questões de índole eminentemente técnica, com fundamento em abertura normativa muito ampla, exige-se da Agência ônus argumentativo mais elevado.

Para o Ministro Luiz Fux a deslegalização da atividade normativa do ente regulador se justifica pela incapacidade de o Poder Legislativo acompanhar a complexidade e dinamicidade das demandas dos setores econômicos regulados, defendendo que os entes de regulação devem possuir competência para desenvolver:

> o conteúdo das regras gerais e abstratas editadas pelo Legislativo com atenção às particularidades e especificidades do domínio regulado, com possibilidade de resposta ágil diante da evolução da matéria provocada por novos desafios tecnológicos.[948]

Extirpar o Princípio da Legalidade a ponto de defender a ideia de "deslegalização", exigência de apenas um "lastro legal" ou atribuição de competência normativa secundária em termos gerais e abstratos às agências reguladoras constitui violação direta ao princípio constitucional da separação dos poderes.

Gustavo Binembojm afirma a vigência do princípio da legalidade na seara regulatória e aborda a relação entre o *status* jurídico das agências reguladoras e o princípio da legalidade nos seguintes termos:

> A circunstância de as agências reguladoras gozarem de um acentuado grau de autonomia não tem o condão de subverter a clássica hierarquia existente entre atos legislativos e atos administrativos. Em última análise, todo e qualquer ato emanado de órgão ou entidades da Administração Pública está sujeito ao princípio da legalidade, inscrito no art. 37, caput, da Constituição da República."[949]

O princípio constitucional da legalidade deve ser respeitado no âmbito do Direito Administrativo Sancionador Regulatório, no sentido de reconhecer a necessidade de uma norma anterior, geral e abstrata, não necessariamente com *status* de Lei formal,

---

[948] Conclui o Ministro Luiz Fux, sobre a deslegalização, que, trata-se de fenômeno possível e aconselhável, desde que estabelecida com os seguintes parâmetros: (i) não poderá recair sobre matérias sujeitas à lei, em razão de disposição constitucional; (ii) deve ser acompanhada de parâmetros mínimos e objetivos, capaz de limitar a atuação da agência reguladora e permita fiscalizar os seus atos. STF. ADI 4.874. Relatora Ministra Rosa Weber. Autor: Confederação Nacional da Industria. Réu: Congresso Nacional e Presidente da República. Tribunal Pleno. DJe 31/01/2019.
STF. ADI 4.874. Relatora Ministra Rosa Weber. Autor: Confederação Nacional da Industria. Réu: Congresso Nacional e Presidente da República. Tribunal Pleno. DJe 31/01/2019.

[949] BINENBOJM, Gustavo. Agências Reguladoras Independentes e Democracia no Brasil. In BINENBOJM, Gustavo (Coord.). **Agências Reguladoras e Democracia.** Rio de Janeiro: Editora Lumen Juris, 2006.

mas amparada por uma permissão de cunho legislativo suficientemente precisa para que se possa compreender o âmbito de atuação do exercício da competência normativa da Administração Regulatória, cujo exercício deve se adstringir ao contexto setorial regulado, às finalidades de interesse público, à razoabilidade, proporcionalidade, ao devido processo legal exigidos pelo ordenamento jurídico.

Será legítima a outorga de competência normativa para a Administração Pública, quando a própria lei fixe estes parâmetros e *standarts* de forma clara e completa, de modo que se possa extrair da lei "*os princípios, os limites da atuação da Agência no exercício da competência normativa e as finalidades que devem, por meio delas, ser alcançadas."*[950]

E, sobre a legalidade do poder normativo editado pelo ente regulador, destaca-se, além da necessária restrição do conteúdo do ato às políticas públicas editadas para o setor, aos parâmetros da Lei que determinaram a respectiva competência normativa, e o respeito à Constituição; o conteúdo de natureza técnica relativa a sua área de atuação que justifique a delegação da atividade normativa à ente da Administração Pública, com muito mais condições de regular às minúcias e especificidades técnicas de determinados setores econômicos. Nas palavras de Samantha Ribeiro Meyer Pflung:

> As agências reguladoras desfrutam de poder normativo, mas essa faculdade não pode ser confundida com a figura do decreto autônomo, pois seus atos devem ter base legal.
>
> (...)
> Não há como negar que as agências reguladoras têm poder normativo precipuamente para editar normas de caráter técnico, específico, relativos à sua área de atuação. Trata-se de um poder normativo técnico e de caráter complementar. Isso decorre do fato de o legislador não ter condições de descer às minúcias e especificidades técnicas de determinados setores econômicos (...). Tendo em vista justamente a complexidade que envolve esses setores é que se faz necessária a presença de agências reguladoras que normatizem essas questões técnicas e específicas, com efeitos erga omnes. (...)
>
> O poder normativo das agências decorre das próprias leis que as instituem, portanto, está-se diante de uma delegação que não é incondicionada, uma vez que há parâmetros estabelecidos nos ditames legais."[951]

---

[950] NETO, Benedicto Porto. A Agência Nacional de Telecomunicações. *In*: SUNDFELD, Carlos Ari (Coord.). **Direito Administrativo Econômico**. São Paulo: Malheiros, 2002.

[951] MEYER-PFLUNG, Samantha Ribeiro. As Agências Reguladoras no Brasil e seu Poder Normativo. *In*: MARTINS FILHO, Ives Gandra da Silva e MEYER-PFLUNG, Samantha Ribeiro (Coords). **A Intervenção do Estado no Domínio Econômico: condições e limites.** São Paulo: LTr, 2011.

O exercício da atividade normativa regulatória não se confunde com a função de regulamentar lei com o objetivo de viabilizar o respectivo cumprimento (Art. 84, inciso IV da CF), nem com o instituto do regulamento autônomo (Art. 84, inciso VI, 103-B, §4º, inciso I e 237 da CF). Há um espaço normativo próprio, atribuído à aos agentes reguladores da atividade econômica, para responder de modo rápido, flexível e dinâmico às demandas sociais e preencher as lacunas legais, o que se denomina de Reserva da Administração.

A legitimidade da atividade normativa regulatória reside na interpretação teleológica da Constituição que elege como essencial a atividade regulatória como agente normativo da economia (Art. 174), na existência de uma lei formal que tenha habilitado a atividade normativa ao regulador com exigências do princípio da legalidade incidente e nos pressupostos legais obrigatórios inerentes ao seu processo decisório, que inclui: (i) ampla motivação e justificativa do ato normativo (Arts. 2º, VII e 50, Lei n.º 9.784/1999, Arts. 4º e 5º, Lei n.º 13.848/2019, Art. 20, *caput* do Decreto n.º 4.657/1942), (ii) abertura de consultas públicas que precedem a edição do ato (Arts. 9º a 12, Lei n.º 13.848/2019), (iii) utilização de estudos de impacto regulatório para avaliação de seus eventuais efeitos (Art. 6º da Lei n.º 13.848/2019, Art. 20, parágrafo único do Decreto-Lei n.º 4.657/42), (iv) demonstração da proporcionalidade do ato (Art. 2º, VI, Lei n.º 9.784/1999, Art. 21, parágrafo único do Decreto-Lei n.º 4.657/42), (v) demonstração do interesse público na edição e conteúdo do ato normativo e do conteúdo técnico que justifique a delegação normativa (Art. 4º, Lei n.º 13.848/2019, Art. 2º, II e III, Lei n.º 9.784/1999, Art. 21, parágrafo único do Decreto-Lei n.º 4.657/42).

À luz do princípio da legalidade e da separação dos poderes, é necessária a previsão em lei formal de uma habilitação formal para o exercício da atividade normativa regulatória, porém, não há consenso sobre o conteúdo do núcleo central mínimo para legitimar respectiva habilitação. Os julgamentos do STF apresentam-se de forma causuística e pouco contribuem para a solução da fixação de balizas teóricas, mas indicam um reconhecimento sucessivo da discricionariedade do regulador no exercício da atividade normativa, concedendo flexibilidade considerável na interpretação do princípio da legalidade, de modo a compatibilizá-lo com a adoção da regulação responsiva, na medida em que reconhecem grande margem de liberdade de atuação normativa do regulador.

b) Controle judicial da atividade normativas regulatória.

Ao transferir aos reguladores parte da tarefa de elaboração normativa, o Estado dispõe de mecanismos institucionais de fiscalização da legitimidade material e formal da respectiva produção normativa extraparlamentar, da mesma forma que a norma geral e abstrata que emana do Congresso Nacional está sujeita ao seu controle.

Todavia, no caso do controle da atividade normativa regulatória, o STF tem utilizado, em suas decisões, a Teoria da Deferência Judicial, segundo a qual situações que demandam uma decisão extremamente técnica, implicam em uma diminuição da atuação do Judiciário, devendo este atuar com cautela.

Trata-se do reconhecimento do Poder Judiciário, de que as instâncias administrativas técnicas estão em melhores condições que o próprio Judiciário para solucionar as questões específicas referentes ao setor regulado, o que não se pode confundir com tornar a decisão administrativa imune ao controle judicial, apenas reconhecer as limitações técnicas do Poder Judiciário para tomar determinadas decisões.

No julgamento do Recurso Extraordinário nº 1083955 AgR, de relatoria do Ministro Luiz Fux, em 28/05/2019, restou consignado que o dever de deferência do Judiciário às decisões técnicas emitidas por entidades reguladoras se justifica em razão da falta de expertise e capacidade institucional do Poder Judiciário para decidir sobre intervenções regulatórias, que envolvem questões policêntricas e prognósticos especializados, consignando a possibilidade de a revisão judicial ensejar efeitos sistêmicos nocivos à coerência e dinâmica regulatória administrativa.

O respectivo julgamento conclui que a natureza prospectiva e multipolar relativa às questões regulatórias se diferencia das demandas comumente enfrentadas pelo Judiciário, que responde à própria lógica inerente ao processo judicial, sendo que a Administração Pública ostenta maior capacidade para avaliar elementos fáticos e econômicos ínsitos à regulação.[952]

---

[952] Segundo o Voto: *"(...) 1. A capacidade institucional na seara regulatória, a qual atrai controvérsias de natureza acentuadamente complexa, que demandam tratamento especializado e qualificado, revela a reduzida expertise do Judiciário para o controle jurisdicional das escolhas políticas e técnicas subjacentes à regulação econômica, bem como de seus efeitos sistêmicos. 2. O dever de deferência do Judiciário às decisões técnicas adotadas por entidades reguladoras repousa na (i) falta de expertise e capacidade institucional de tribunais para decidir sobre intervenções regulatórias, que envolvem questões policêntricas e prognósticos especializados e (ii) possibilidade de a revisão judicial ensejar efeitos sistêmicos nocivos à coerência e dinâmica regulatória administrativa. 3. A natureza prospectiva e multipolar das questões regulatórias se diferencia das demandas comumente enfrentadas pelo Judiciário,*

Em sede de Mandado de Segurança com pedido de liminar impetrado perante Tribunal de Contas da União, [953]de relatoria do Ministro Roberto Barroso, que indeferiu pedido de suspensão de procedimento licitatório para subconcessão do Tramo Central da Ferrovia Norte Sul, o Supremo Tribunal Federal indeferiu o pedido de liminar sob argumento de que a decisão se pautou em fundamentação de caráter eminentemente técnico: *"Em assuntos dessa natureza, o Poder Judiciário deve ser deferente à discricionariedade técnica da Administração e à capacidade institucional do órgão de controle".*

O princípio da deferência judicial é aplicado pelo STF principalmente em casos que envolvem o setor regulatório e se sustenta na inadequação da adoção de uma postura ativista, pelo Poder Judiciário, nas hipóteses que envolvam matérias altamente

---

mercê da própria lógica inerente ao processo judicial. 4. A Administração Pública ostenta maior capacidade para avaliar elementos fáticos e econômicos ínsitos à regulação. Consoante o escólio doutrinário de Adrian Vermeule, o Judiciário não é a autoridade mais apta para decidir questões policêntricas de efeitos acentuadamente complexos (VERMEULE, Adrian. Judging under uncertainty: Na institutional theory of legal interpretation. Cambridge: Harvard University Press, 2006, p. 248–251). 5. A intervenção judicial desproporcional no âmbito regulatório pode ensejar consequências negativas às iniciativas da Administração Pública. Em perspectiva pragmática, a invasão judicial ao mérito administrativo pode comprometer a unidade e coerência da política regulatória, desaguando em uma paralisia de efeitos sistêmicos acentuadamente negativos. 6. A expertise técnica e a capacidade institucional do CADE em questões de regulação econômica demanda uma postura deferente do Poder Judiciário ao mérito das decisões proferidas pela Autarquia. O controle jurisdicional deve cingir-se ao exame da legalidade ou abusividade dos atos administrativos, consoante a firme jurisprudência desta Suprema Corte. (...) 8. A atividade regulatória difere substancialmente da prática jurisdicional, porquanto: "a regulação tende a usar meios de controle ex ante (preventivos), enquanto processos judiciais realizam o controle ex post (dissuasivos); (...) a regulação tende a utilizar especialistas (...) para projetar e implementar regras, enquanto os litígios judiciais são dominados por generalistas" (POSNER, Richard A. "Regulation (Agencies) versus Litigation (Courts): an analytical framework". In: KESSLER, Daniel P. (Org.), Regulation versus litigation: perspectives from economics and law, Chicago: The University of Chicago Press, 2011, p. 13)...." STF. RE 1083955 AgR, Relator(a): Min. Luiz Fux, Primeira Turma, julgado em 28/05/2019, Processo eletrônico. Data da publicação: 07-06-2019. DJe-122.

[953]Segundo o Voto: (...) "*2. A questão debatida nos autos tem caráter eminentemente técnico. Em assuntos dessa natureza, o Poder Judiciário deve ser deferente à discricionariedade técnica da Administração e à capacidade institucional do órgão de controle, sobretudo em juízo cautelar. 3. Ademais, não há prova pré-constituída das irregularidades alegadas. Não foram apresentadas as minutas do edital e do contrato de subconcessão a ser firmado, tampouco as demais decisões proferidas pela Corte de Contas. (...). Nesse aspecto, entendo que não estão preenchidos os requisitos para a concessão da liminar. 7. A questão debatida neste processo tem caráter eminentemente técnico. A definição do melhor formato para exploração das ferrovias do país pressupõe uma análise global das características desse setor econômico, bem como das necessidades da população e dos agentes de mercado que se utilizam diariamente desse meio de escoação da produção. Em assuntos dessa natureza, o Poder Judiciário deve ser deferente à discricionariedade técnica da Administração e à capacidade institucional do órgão de controle, sobretudo em juízo cautelar. (...)12. Diante do exposto, indefiro a liminar. 13. Notifiquem-se as autoridades impetradas para apresentarem informações, no prazo de 10 (dez) dias, esclarecendo, notadamente, as questões ligadas ao exercício do direito de passagem. Intime-se a pessoa jurídica à qual as autoridades coatoras se vinculam para, querendo, ingressar no feito. Após, dê- se vista à Procuradoria-Geral da República. Publique-se. Intimem-se. Brasília, 27 de março de 2019".* Ministro Luís Roberto Barroso Relator. (STF - MC MS: 36378 DF - DISTRITO FEDERAL, Relator: Min. ROBERTO BARROSO, Data de Julgamento: 27/03/2019, Data de Publicação: DJe-063, 29/03/2019)

técnicas e complexas, em que se devem respeitar às normas técnicas, a discricionariedade técnica administrativa e o princípio da separação dos poderes.

O princípio da deferência técnica-administrativa não significa, por sua vez, que o judiciário esteja impedido de realizar o controle sobre o mérito do ato administrativo discricionário em sede regulatória, mas apenas sinaliza um dever de contenção em matérias eminentemente técnicas, que envolvam discricionariedade técnico-administrativa, implicando deferência do judiciário à decisão de natureza técnica do órgão regulador ou da Administração Pública[954].

Os julgamentos do STF em sede de controle da produção de norma regulatória corroboram o reconhecimento da Corte Constitucional da legitimidade da discricionariedade atribuída ao regulador no exercício da atividade normativa regulatória, considerados os aspectos técnicos de seu conteúdo, de modo a compatibilizá-la com a adoção da regulação responsiva, na medida em que reconhecem grande margem de liberdade atuação do regulador.

c) Contornos da tipicidade:

A regra de "lex certa" decorrente do princípio da legalidade informa a necessidade de que a norma seja clara, objetiva e completa ou suficiente para garantia da segurança jurídica dos administrados.

Cabe questionar qual seria o nível de precisão da norma e do regulamento para possibilitar a subsunção do fato à norma no Direito Administrativo Sancionador Regulatório de modo a possibilitar uma atuação responsiva do regulador perante as ações e/ou omissões dos regulados que possam caracterizar desconformidades.

---

[954] Com relação à adoção do Princípio da Deferência, verificar as seguintes decisões: STF. RE 1083955 AgR, Relator(a): Min. LUIZ FUX, Primeira Turma, julgado em 28/05/2019, PROCESSO ELETRÔNICO DJe-122 DIVULG 06-06-2019 PUBLIC 07-06-2019; STF. MC MS: 36378 DF – DISTRITO FEDERAL, Relator: Min. ROBERTO BARROSO, Data de Julgamento: 27/03/2019, Data de Publicação: DJe-063 29/03/2019); STF. STF - AgR MS: 24883 DF - DISTRITO FEDERAL 0001254-80.2004.1.00.0000, Relator: Min. ROBERTO BARROSO, Data de Julgamento: 24/02/2017, Tribunal Pleno; STJ. REsp 1794629/SP, Rel. Ministro MOURA RIBEIRO, Rel. p/ Acórdão Ministra NANCY ANDRIGHI, TERCEIRA TURMA, julgado em 18/02/2020, DJe 10/03/2020; STJ. REsp 1171688/DF, Rel. Ministro MAURO CAMPBELL MARQUES, SEGUNDA TURMA, julgado em 01/06/2010, DJe 23/06/2010; STJ. STJ - EDcl no AgRg no Ag: 1161445 RS 2009/0038221-2, Relator: Ministro MAURO CAMPBELL MARQUES, Data de Julgamento: 03/08/2010, T2 - SEGUNDA TURMA, Data de Publicação: DJe 24/08/2010: STJ. STJ - MS: 20729 DF 2014/0000461-0, Relator: Ministro OG FERNANDES, Data de Julgamento: 24/06/2015, S1 - PRIMEIRA SEÇÃO, Data de Publicação: DJe 01/07/2015.

Para Alejandro Nieto, o princípio da taxatividade não pode exigir que o Direito Administrativo Sancionador seja absolutamente preciso, admitindo certa margem de indeterminação. O Autor reconhece ser árdua a tarefa de determinar quando se pode considerar que há o mínimo de precisão. No seu entendimento permite a subsunção do fato à norma, a adoção de critérios lógicos, técnicos ou de experiência, prevendo com suficiente segurança, a conduta regulada.[955]

Mostra-se possível que a norma administrativa sancionadora no âmbito da regulação utilize conceitos jurídicos indeterminados e conceitos cuja delimitação enseje uma margem de apreciação, sem violação do mandado de tipificação.

A legislação regulatória sancionadora incidente no mercado de valores mobiliários brasileiro tem introduzido sistematicamente dispositivos legais com menor carga de certeza prévia e com finalidade de flexibilizar e dinamizar a resposta estatal perante as peculiaridades dos casos concretos: (i) adota cláusulas gerais[956] e termos indefinidos[957] para possibilitar maior discricionariedade na aplicação da norma no caso concreto; (ii) adota fatores individualizantes para a caracterização do fato típico[958]; (iii) adota mecanismos capazes de ampliar as fases processuais sancionatórias para permitir maior número de possibilidades de desfechos para determinada ação e/ou omissão no caso concreto[959]; (iv) dispõe de lógica interpretativa genérica para interpretação elástica de normas no caso concreto[960], admitindo maior discricionaridade do regulador, (v)

---

[955] NIETO, Alejandro. Derecho Administrativo Sancionador. 4º ed. Madrid: Editorial Tecnos. 2006, pp. 308-310.

[956] Na forma do art. 4º, §1º, inciso VI, da Resolução CVM n.º 45/2022, o regulador pode deixar de lavrar termo de acusação (art. 4º, inciso I, alínea "a"), caso entender presente a "boa-fé" das pessoas envolvidas, dentre outros elementos dispostos nos incisos do §1º.

[957] Na forma do art. 4º, §1º, incisos I e IV, da Resolução CVM n.º 45/2022, o regulador pode deixar de lavrar termo de acusação (art. 4º, inciso I, alínea "a"), caso entender "baixa a reprovabilidade da conduta" ou "baixa a repercussão da conduta", e ausente "impacto relevante" da conduta no mercado de capitais, dentre outros elementos dispostos nos incisos do §1º.

[958] Na forma do art. 4º, inciso I, alínea "b" e §1º, incisos I à VIII da Resolução CVM n.º 45/2022, o regulador, através de um juízo individualizado do acusado pode deixar de lavrar termo de acusação caso considerar que elementos específicos como: "os antecedentes das pessoas envolvidas"; "a boa-fé das pessoas envolvidas", "a regularização da suposta infração pelo administrado", "a expressividade de valores relacionados à conduta", "o grau de reprovabilidade ou da repercussão da conduta", entre outros.

[959] Como é o exemplo da "manifestação prévia do acusado" prevista no art. 5º da Resolução CVM n.º 45/2022 que permite que o acusado apresente manifestação na fase pré processual, podendo, inclusive, nesta fase, ser solicitado, desde já, a celebração de termo de compromisso, na forma do art. 82, §3º. Outro exemplo é a possibilidade de celebração de termos de compromisso, cuja solicitação ocorreu fora do prazo de defesa (Art. 84).

[960] Segundo juízo de oportunidade e conveniência, o regulador pode ou não firmar termo de compromisso com o regulado, na forma do art. 86 da Resolução CVM n.º 45/2022. "*Art. 86. Na deliberação da proposta, o Colegiado deve considerar, dentre outros elementos, a oportunidade e a conveniência na celebração do*

admite e amplia as oportunidades de diálogo entre regulador e regulado no processo pré e sancionatório, permitindo uma adequação de condutas no curso do processo[961], possibilitando evitar a imposição de sanção mediante aplicação de medidas alternativas[962]; (vi) define como instrumentos de legitimação para exercício da discricionariedade: ampla motivação[963], justificação relacionada ao interesse público setorial e proporcionalidade[964], dever de decisão colegiada e acessível[965], ampliação dos recursos de transparência e participação pública em processos decisórios[966], imposição de regime de prestação de contas e controle social dos atos do regulador[967]e publicidade[968].

A partir da interpretação sistemática da legislação, a legitimidade da norma com menor grau de certeza, que já é uma realidade, apenas se coaduna com o princípio da legalidade, se e quando justificada concretamente, dentro do contexto e das finalidades da regulação setorial, à luz de elementos concretos que indiquem um juízo de consequencialismo e o atendimento de outros princípios caros à regulação, como interesse público, finalidade, eficiência e celeridade.

Expressado de forma diversa, a concepção da legalidade no âmbito regulatório sancionador demanda menor grau de certeza e de lei formal, para que a função sancionadora regulatória sirva de instrumento de regulação, situada dentro de uma

---

compromisso, a natureza e a gravidade das infrações objeto do processo, os antecedentes dos acusados ou investigados ou a colaboração de boa-fé destes, e a efetiva possibilidade de punição, no caso concreto."

961 Tal como ocorre na hipótese de "manifestação prévia do acusado" prevista no art. 5º da Resolução CVM n.º 45/2022, que segue: "*Art. 5º Previamente à formulação da acusação, as superintendências devem diligenciar no sentido de obter diretamente do investigado esclarecimentos sobre os fatos que podem ser a ele imputados. Parágrafo único. Considera-se atendido o disposto no caput sempre que o investigado: I – tenha prestado depoimento pessoal ou se manifestado voluntariamente acerca dos fatos que podem ser a ele imputados; ou II – tenha sido oficiado para prestar esclarecimentos sobre os fatos que podem ser a ele imputados, ainda que não o faça*."

962 Após a manifestação prévia do acusado, o regulador pode deixar de lavrar o termo de acusação por entender aplicável, no caso em concreto, outras medidas de supervisão mais eficazes na forma do art. 4º, inciso I, alínea "b" da Resolução CVM n.º 45/2022: Art. 4º, I, "b": "*pela pouca relevância da conduta, a baixa expressividade da ameaça ou da lesão ao bem jurídico tutelado e a possibilidade de utilização de outros instrumentos ou medidas de supervisão que julgarem mais efetivos*."

963 Cf: Art. 5º, Lei n.º 13.848/2019 e Art. 20, parágrafo único do Decreto n.º 4.657/1942.

964 Cf: Art. 4º, Lei n.º 13.848/2019 e Art. 5º do Decreto 4.657/1942.

965 Cf: Art. 7º, Lei n.º 13.848/2019.

966 Cf: Arts. 8º ao 13, Lei n.º 13.848/2019.

967 Cf: Arts. 14 ao 24, Lei n.º 13.848/2019.

968 Cf Art. 37 da Constituição Federal, Art. 50, §1º da Lei 9.784/99 e art. 3º da Resolução CVM n.º 48/2021: "*Art. 3º Os autos dos processos administrativos instaurados na CVM são considerados de acesso público, ressalvados aqueles cujo sigilo: I – seja imprescindível para a defesa da intimidade ou do interesse social; II – seja imprescindível para apuração de possível infração às normas cuja fiscalização incumba à CVM; ou III – esteja assegurado em lei Parágrafo único. O disposto no caput aplica-se às reclamações e consultas formuladas por investidores e quaisquer outros participantes do mercado, inclusive em relação aos pedidos de vista por eles formulados."*

sistemática coerente de organização da atividade econômica, e não como sistema punitivo independente e autônomo desconectado das finalidades da regulação setorial, na persecução do interesse público.

A legalidade no contexto regulatório sancionador incide sob uma realidade em que as normas já garantem considerável grau de discricionariedade na atuação da Administração. Isto ocorre no mercado de valores mobiliários, ambiente no qual se permite expressamente, por exemplo: (i) a interpretação de infrações administrativas mediante introdução de fatores individualizantes,[969] (ii) a decisão do regulador sobre lavratura de termo de acusação vinculada a pressupostos genéricos,[970] (iii) o afastamento de procedimentos de cunho sancionatório para adoção de medidas de supervisão que se mostrarem mais eficazes, a critério do regulador,[971] (iv) a celebração de acordos de cooperação mediante juízo de conveniência e oportunidade do regulador.[972]

A doutrina adverte sobre a necessidade de um refinamento com relação aos critérios ou parâmetros um pouco mais concretos e/ou sedimentados, para propiciar a inteligibilidade da aplicação da norma à luz do princípio da legalidade incidente no contexto da regulação estatal e permitir que os diversos atores envolvidos – regulador,

[969] Cf: Art. 4º, inciso I, alínea "b", §1º da Resolução CVM n.º 45/2021 e art. 9º, §4º da Lei n.º 6.385/1976. Os arts. 4º, inciso I, alínea "b", §1º da Resolução CVM n.º 45/2021 e 9º, §4º da Lei n.º 6.385/1976, priorizam a apuração de infrações de natureza grave, com aplicação de penalidades que proporcionem maior efeito educativo e preventivo, possibilitando à CVM deixar de instaurar processo administrativo sancionador (PAS) nos casos de "pouca relevância da conduta", "baixa expressividade da lesão ao bem jurídico tutelado" ou, por fim, quando seja possível "a utilização de outros instrumentos e medidas de supervisão que julgar mais efetivos". Os dispositivos são chamados de "justa causa" para instauração de PAS, concebido como um poder-dever para que o regulador possa atingir o seu fim. Todavia, para que a decisão da CVM, na aplicação da justa causa, seja válida, deve se sopesar, de um lado, a eficiência dos trabalhos da autarquia que deverá se orientar para movimentação onerosa da persecução estatal nos casos de infrações relevantes, por outro, exige-se que a decisão seja suficientemente clara, motivada e coerente, sob pena de violação aos princípios da igualdade, transparência, impessoalidade e indisponibilidade do interesse público. Em 2008, pós reforma legislativa de 2001, que acrescentou o §1º ao art. 1º na Lei n.º 6.385/1976, estipulando que a CVM deveria priorizar na apuração de infrações aquelas de natureza grave, foi criada, através da Deliberação n.º 542 CVM, o Sistema de Supervisão Baseado em Risco (SBR) passando a exigir das Superintendências a adoção de procedimentos de prevenção e orientação dos participantes do mercado para fins de correção de eventuais irregularidades, via emissão de ofícios de alerta aos administrados, como forma de tratamento preventivo ou orientador ante as irregularidades potenciais ou concretas, ou *stop orders*, via pela qual a CVM proíbe atos que considera prejudicial ao regular funcionamento do mercado. Em 2021, as áreas de supervisão da CVM emitiram 534 ofícios de alerta e 23 *stop orders*.

[970] Cf. Art. 4º, inciso I, alínea "b", §1º da Resolução CVM n.º 45/2021.

[971] Cf. Art. 4º, inciso I, alínea "b", §§2º e 3º da Resolução CV0M n.º 45/2021.

[972] Cf. Art. 83 da Resolução CVM n.º 45/2021.

regulados, operadores do direito, Legislativo e Judiciário – dialoguem de modo racional e coerente em um cenário que propicie um mínimo de segurança jurídica.[973]

Neste sentido, torna-se essencial e necessário a robusta motivação e a publicidade das decisões proferidas no campo regulatório sancionador na fase pré e sancionatória, para fiscalização dos fundamentos e da motivação das respectivas decisões, bem assim para construção e sedimentação de jurisprudência capaz de servir como norte para definição dos critérios ou parâmetros mais concretos apto a propiciar a inteligibilidade da aplicação da norma; além da estrutura regulatória capaz de garantir processos internos bem delineados e transparentes de tomada de decisão, compliance interno, organização interna com distribuição pública e transparente de atribuições, competências e responsabilidades; processos internos organizados e públicos, prestação de contas, diagnóstico e gestão de riscos, análise de impacto regulatório, participação social mediante consultas e audiências públicas em decisões que impactem a regulação, entre outros.

(i) Considerações sobre a "justa causa" (Art. 9º, §4º da Lei 6.385/1976).

A Lei n.º 13.506/17 (que alterou o Art. 9º, §4º da Lei n.º 6.385/76, em clara aderência ao princípio da eficiência) estabelece a priorização, pela CVM, da investigação e processamento das infrações de maior gravidade, cuja punição "*proporcione maior efeito educativo e preventivo para os participantes do mercado*". Autoriza-se que a CVM deixe de instaurar processo administrativo sancionador, desde que consideradas: a "*pouca relevância da conduta, a baixa expressividade da lesão ao bem jurídico tutelado e a utilização de outros instrumentos e medidas de supervisão que julgar mais efetivos".* A Resolução CVM n.º 45/2021 regulamentou o dispositivo no Artigo 4º, inciso I, alínea "b", §1º, incisos I a VIII, com a seguinte redação:

> Art. 4° Considerando as informações obtidas na investigação das infrações administrativas, as superintendências podem:
>
> I – deixar de lavrar termo de acusação nos casos em que concluírem:
>
> (...)

[973] VORONOFF, Alice. **Direito Administrativo Sancionador no Brasil.** Belo Horizonte: Fórum. 2018, p. 282.

> b) pela pouca relevância da conduta, a baixa expressividade da ameaça ou da lesão ao bem jurídico tutelado e a possibilidade de utilização de outros instrumentos ou medidas de supervisão que julgarem mais efetivos;
>
> (...)
>
> § 1º Na avaliação da relevância da conduta ou da expressividade da ameaça ou lesão ao bem jurídico, podem ser utilizados os seguintes parâmetros, dentre outros:
>
> I – o grau de reprovabilidade ou da repercussão da conduta;
>
> II – a expressividade de valores relacionados à conduta;
>
> III – a expressividade de prejuízos causados a investidores e demais participantes do mercado;
>
> IV – o impacto da conduta na credibilidade do mercado de capitais;
>
> V – os antecedentes das pessoas envolvidas;
>
> VI – a boa-fé das pessoas envolvidas;
>
> VII – a regularização da suposta infração pelo administrado; e
>
> VIII – o ressarcimento dos investidores lesados.
>
> § 2º Consideram-se instrumentos e medidas de supervisão, para os fins deste artigo, a expedição de ofício de alerta, a atuação prévia e coordenada de instituição autorreguladora, entre outros.
>
> § 3º A expedição de ofício de alerta à pessoa natural ou jurídica supervisionada, nos termos do § 2º, deve indicar claramente o desvio de conduta verificado e assinalar prazo razoável para a devida correção, se aplicável.
>
> (...)

O Art. 8º, inciso II da Resolução CVM n.º 45/2022 dispõe que cabe à Superintendência competente da CVM: "*II – devolver o processo administrativo às superintendências, quando entender não haver justa causa para a instauração do inquérito." Em que pese o uso da expressão "justa causa"*

A legislação CVM denomina inadequadamente de "justa causa" a previsão do citado Art. 4º, inciso I, alínea "b", §1º.

Na seara penal, justa causa constitui condição da ação penal, prevista de forma expressa no Art. 395, inciso III do Código de Processo Penal e consubstancia-se em um lastro probatório mínimo e firme, indicativo da autoria e da materialidade da

infração penal.[974] Sob a perspectiva processual penal legal, justa causa se relaciona com a suficiência ou não de provas que permitam a formação de um juízo mínimo de autoria e materialidade do ilícito penal.

Na jurisprudência, a justa causa se revela nos casos de acusações desacompanhadas de provas;[975] acusações baseadas exclusivamente em prova legalmente inadmissível;[976] acusações contraditadas por elementos incontestes existentes nos autos,[977] mas também se estende à acusações deduzidas a partir de fatos penalmente irrelevantes;[978] e de acusações em que não se estabelece nexo entre os elementos indiciários e o resultado.[979]

O momento do exame dos pressupostos da justa causa é o recebimento, ou não, da denúncia ou queixa-crime, na forma do inciso III do artigo 395 do Código de Processo Penal.[980] Discute-se se, após a apresentação da resposta a que se refere o Artigo

---

[974] A doutrina diverge quanto à natureza jurídica do que se compreende por *justa causa* no processo penal. Há um *primeiro grupo* que a identificam: a) como condição *autônoma* da ação (Confira: JARDIM, Afrânio Silva. *Direito processual penal*. 11ª edição. Rio de Janeiro: Forense, 2002, p. 93; Mirabete, Julio Fabbrini. *Processo penal*. 18ª edição. São Paulo: Atlas, 2006, p. 91); b) como *síntese* das condições da Ação Penal (MOURA, Maria Thereza Rocha de Assis. *Justa causa para ação penal*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2001); c) como *uma* das condições da ação (interesse de agir) (Confira: MARQUES, José Frederico. *Estudos de direito processual penal*. Rio de Janeiro: Forense, 1960, pp. 147-148; TUCCI, Rogério Lauria. *Habeas corpus, ação e processo penal*. São Paulo: Saraiva, 1978, p. 167; MARQUES, José Frederico. *Elementos de direito processual penal*. Volume 1. Campinas: Bookseller, 1997, p. 294; BADARÓ, Gustavo Henrique Righi Ivany. *Direito processual penal*. Volume 1. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008. p. 72; MIRANDA, Darcy Arruda. *Comentários à Lei de Imprensa*. 2ª edição. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1994, p. 637) ou, ainda, d) como *mais de uma* condição da ação (interesse de agir e possibilidade jurídica do pedido) (Confira: Luís Renato Ferreira da. *A justa causa como condição para o exercício da ação penal*. *In*: Revista dos Tribunais, São Paulo, v. 655, n. 79, mai. 1990, pp. 403-405). Em um *segundo grupo* estão os que a classificam como uma condição de procedibilidade (Confira: GOMES, Luiz Flávio; Bianchini, Alice. *Justa causa no processo penal: conceito e natureza jurídica*. *In*: Revista dos Tribunais, v. 91, n. 805, nov. 2002, pp. 472-478), alheia ao injusto culpável e alusiva à admissibilidade da prossecução penal em relação a determinados comportamentos (Confira: Érika Mendes de. *Las condiciones de procedibilidad y su ubicación sistemática: una crítica al sistema integral del derecho penal*. Revista Electrónica de Ciencia Penal y Criminología., ns. 7-10, 2005, p. 10:2).

[975] *Cf*. STJ APn 660/PR, Rel. Ministra Laurita Vaz, Corte Especial, julgado em 24/05/2012, DJe 05/06/2012 (inicial desacompanhada de documentos a demonstrar a ocorrência de suposto crime e respectivo autor).

[976] *Cf*. STJ HC 41.504/CE, Rel. Ministro Nilson Naves, Sexta Turma, julgado em 18/12/2007, DJe 22/09/2008 (prova obtida por busca domiciliar realizada sem a expedição de mandado judicial).

[977] *Cf.* STJ RHC 767/SP, Rel. Ministro José Dantas, Quinta Turma, julgado em 01/10/1990, DJ 29/10/1990, p. 12150 (médico que em nenhum momento manteve contato com a vítima, portadora de quadro clínico alheio à sua especialidade).

[978] *Cf*. STJ Apn 261/PB, Rel. Ministra Eliana Calmon, Corte Especial, julgado em 02/03/2005, DJ 05/12/2005, p. 197 (padronização de mobiliários ou equipamentos sem conseqüência patrimonial para o órgão público).

[979] *Cf*. STJ HC 16.140/PA, Rel. Ministro Vicente Leal, Sexta Turma, julgado em 18/09/2001, DJ 15/10/2001, p. 301 (crime de homicídio culposo praticado por empregados de estabelecimento comercial que agiram com excesso na atividade de fiscalização, sem qualquer participação do gerente).

[980] *Cf.* Art. 395 do Código de Processo Penal: "Art. 395. A denúncia ou queixa será rejeitada quando: *(Redação dada pela Lei nº 11.719, de 2008).* I - for manifestamente inepta; *(Incluído*

396, poderia o juízo promover a absolvição sumária do defendente por falta de justa causa. A resposta, segundo uma parcela da doutrina é positiva, tomando-se como base a lacuna do artigo 397.[981]

Em sede de jurisprudência na área penal, tem-se ampliado o conceito de justa causa para incluir o exame da acusação sob dois aspectos distintos: (i) material: com base na presença de elementos indiciários (autoria e materialidade); e (ii) formal: a partir da existência de elementos típicos (tipicidade objetiva e tipicidade subjetiva). Neste sentido, Maria Thereza Rocha de Assis Moura afirma:

> A denúncia deve ser analisada do ponto de vista formal e material. O segundo aspecto, embora pouco construído, ganha importância cada vez maior. Não basta a descrição do fato definido como infração penal. Impõe-se mais. Necessário se faz estar a imputação amparada em elementos fáticos de convicção. [982]

Sob esta vertente formal, a justa causa estaria calcada na análise da tipicidade objetiva e subjetiva do tipo penal.[983] A tipicidade objetiva abrangeria os elementos descritivos, que contêm juízos de realidade, passíveis de verificação sensorial; os elementos normativos, juízos de valor que implicam uma valoração jurídica ou cultural.[984] A tipicidade objetiva diz respeito aos elementos valorativos globais do fato, cuja admissão antecipa o juízo de antijuridicidade.[985] Já a tipicidade subjetiva, de acordo com a teoria dominante, é formada por um componente cognitivo (conhecimento) e outro

---

pela Lei nº 11.719, de 2008). II - faltar pressuposto processual ou condição para o exercício da ação penal; ou *(Incluído pela Lei nº 11.719, de 2008).* III - faltar justa causa para o exercício da ação penal. *(Incluído pela Lei nº 11.719, de 2008)*."

[981] *Cf.* LOPES Jr, Aury. **Direito processual penal e sua conformidade constitucional**. 8ª ed. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2011, v. 1, p. 352-353.

[982] MOURA, Maria Thereza Rocha de Assis. **Justa causa para ação penal.** São Paulo: Revista dos Tribunais, 2001, p. 276. No mesmo sentido, confira: LOPES JR. Aury. Direito processual penal e sua conformidade constitucional. Volume I. 2ª edição. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2008, p. 341.

[983] A divisão não é estanque. Segundo José Carlos Nobre Porciúncula Neto: *"la ausencia de una relacion «harmónica» entre lo "objetivo" y lo "subjetivo" en el tipo penal se manifiesta actualmente en tres casos: a) en la relevancia concedida a los conocimientos y capacidades especiales del autor para determinar el riesgo permitido/prohibido; b) en la posibilidad, defendida por algunos, del dolo influir en la propia peligrosidad objetiva de la conduta, lo que implica que el ámbito del riesgo permitido en estos delitos sea más estrecho que el de los delitos impudentes; y, finalmente, c) en la tendencia hacia la «objetivización» del dolo. En (a) y (b) tenemos ejemplos de la intromisión de lo subjetivo en lo objetivo y en (c) justamente lo inverso"*. PORCIÚNCULA NETO, José Carlos Nobre. **La exteriorización de lo interno: sobre la relacion entre lo "objetivo" y lo "subjetivo" en el tipo penal**. Tese (Doutorado) – Faculdade de Direito da Universidade de Barcelona, 2012, p. 142.

[984] NUCCI, Guilherme de Souza. **Direito penal – Parte Geral**. São Paulo: CPC, 1998, p. 65.

[985] GRECO, Luís. Dolo e gestão temerária (art. 4º, parágrafo único, lei 7.492/86). *In*: Boletim IBCCRIM, n. 229, dez. 2011, pp. 7-8.

volitivo (vontade),[986] ou seja, o dolo,[987] e, eventualmente, por elementos de consistência pessoal interna (motivos, tendências e intenções), *explícitos* ou *implícitos,*[988] que o legislador inclui na descrição da norma penal.[989]

O reconhecimento da ocorrência, ou não, de justa causa na seara processual penal é sumária, ou seja, deve ser constatada *prima facie* e mediante prova pré-constituída. Contrário senso, havendo suspeita fundada de crime e existindo elementos idôneos de prova que autorizem a investigação penal do episódio delituoso, torna-se legítima a instauração do processo penal, eis que se impõe, ao poder público, a adoção de providências necessárias ao esclarecimento da verdade real. Por outro lado, também se revela possível a sua extinção anômala, desde que inexista qualquer situação de iliquidez ou de dúvida objetiva quanto aos fatos subjacentes à acusação (STF HC 82.393).

A descrição da "justa causa" prevista na Lei 13.506 e no Art. 4º, inciso I, alínea "b", §1º da Resolução CVM n.º 45 não se assemelha com a concepção de justa causa prevista no Código de Processo Penal, pelo menos em seu aspecto material. A justa causa prevista na Resolução CVM n.º 45 ganha contornos peculiares e se assemelha mais ao que a doutrina e jurisprudência identificam como "princípio da insignificância", cujos pressupostos são: (i) mínima ofensividade da conduta do agente; (ii) nenhuma periculosidade social da ação; (iii) reduzidíssimo grau de reprovabilidade do comportamento; e (iv) inexpressividade da lesão jurídica provocada.[990]

---

[986] MIR PUIG, Santiago. **Derecho penal**. 7ª ed. Montevidéu: Editorial B de F, 2004, pp. 222-223.
[987] STF Inq 2.482 Inq 2482, Rel. p/ acórdão Ministro Luiz Fux, Tribunal Pleno, julgado em 15/09/2011, DJe 17/12/2012 (diretor de Secretaria Municipal de Esportes e Lazer que teria solicitado, mediante ofício ao departamento de controle e licitações, a contratação de bandas ante a necessidade de apresentação de grande quantidade de grupos de shows musicais na época carnavalesca, sendo certo que no Diário Oficial foi publicada a ratificação das conclusões da procuradoria jurídica, assentando a inexigibilidade de licitação). Sobre um conceito de dolo como conhecimento, desassociado da ideia de vontade, cf. GRECO, Luís. Dolo sem vontade. *In*: DIAS, Augusto Silva e outros [coords.]. Líber Amicorum de José de Sousa Brito em comemoração do 70º Aniversário. Coimbra: Almedina, 2009, pp. 885 e seguintes.
[988] BOTTINI, Pierpaolo Cruz; BADARÓ, Gustavo Henrique Righi Ivahy. **Lavagem de dinheiro: aspectos penais e processuais penais**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2012, p. 103.
[989] NUCCI, Guilherme de Souza. **Direito penal.** São Paulo: CPC, 1998, p. 65.
[990] *Cf.* STF. Habeas Corpus nº 84.412/SP. Relator: Ministro Celso de Mello. DJ: 2004.

Não há previsão expressa no ordenamento jurídico brasileiro sobre a aplicação do princípio da insignificância como regra geral para deixar de reconhecer a conduta como crime em determinadas circunstâncias.[991] Segundo Oliveira e Souza:

> O princípio da insignificância consubstancia a noção de que há condutas que não chegam a caracterizar-se como um ilícito penal, por serem absolutamente irrelevantes como ameaça ao bem jurídico tutelado e, como tal, não justificarem a imposição de uma pena como forma de repressão.
> O fato de uma conduta adequar-se formalmente a uma descrição típica de crime, por si só, não significa que é penalmente típica. É também imprescindível que seja antinormativa, isto é, que seja proibida pela norma que se depreende do texto legal.[992]

Trata-se de um princípio de difícil aplicação, assim reconhecido pelo STF. As justificativas usadas pela jurisprudência para sua aplicação, para deixar de configurar a tipicidade penal, são peculiares do Direito Penal e referem-se ao seu caráter subsidiário, aplicável apenas quando outros meios jurídico-legais não foram eficientes para impedir a infração ou reprimir de forma eficaz a sua reiteração, justificativa que não se presta para fundamentar a aplicação do princípio da insignificância no Direito Administrativo Sancionador. O espaço para o reconhecimento da insignificância como forma de exclusão da infração administrativa é necessariamente mais restrito.

A Lei nº 13.506/2017, regulamentada pela Resolução CVM n.º 45/21, que dispõe sobre o processo administrativo sancionador na esfera de atuação da CVM, prevê o princípio da insignificância (inadequadamente chamado de "justa causa") com o objetivo de evitar a instauração do processo administrativo sancionador, devendo, no caso, serem utilizados "*outros instrumentos e medidas de supervisão que julgar mais efetivos*" (Art. 4º, §2º da Resolução CVM n.º 45/21), desde que reconhecida a existência dos pressupostos do Art. 4º, inciso I, §1º, incisos I a VIII. A medida foi sancionada com a finalidade de evitar a proliferação de processos administrativos sancionadores e para estimular o uso de outros instrumentos e medidas de supervisão que se julgar mais efetivos. Segundo Oliveira e Souza:

---

[991] O Projeto de Novo Código Penal prevê, no artigo 28, §1º, que: "*não haverá fato criminoso quando cumulativamente se verificarem as seguintes condições: a) mínima ofensividade da conduta do agente; b) reduzidíssimo grau de reprovabilidade do comportamento; c) inexpressividade da lesão jurídica provocada*." *Cf.* Projeto de Lei do Senado nº 236, de 2012 – Novo Código Penal. Disponível em: https://www25.senado.leg.br/web/atividade/materias/-/materia/106404. Acesso em: 24 de jan de 2024.

[992] OLVEIRA, Rebecca Fé de; SOUZA, Taiguara Libano Soares e. Princípio da Insignificância no Direito Administrativo Sancionador. Revista do Direito. Santa Cruz do Sul, v. 3, n. 52, p. 154-170, dez. 2020. Disponível em: https://online.unisc.br/seer/index.php/direito/index. Acesso em: 24 de jan, de 2024.

> Ao prever elementos do princípio da insignificância como forma de evitar a instauração do processo administrativo sancionador, a Lei nº 13.506/2017 apenas esmiuçou o que corresponde à análise da proporcionalidade deste ato administrativo no âmbito do BACEN e da CVM.[993]

Oliveira e Souza pontuam que o princípio da insignificância (ou "justa causa" prevista no Art. 9º da Lei n.º 6.385), aplicável no âmbito do Direito Administrativo Sancionador CVM, está diretamente relacionado ao princípio da proporcionalidade.

A alteração do Art. 9º da Lei 6.385/76 pela redação da Lei n.º 13.506/17, que prevê o princípio da insignificância na seara do Direito Administrativo Sancionador no âmbito da CVM decorreu de um processo gradual de alteração da política sancionadora da Autarquia.

Sob a perspectiva do comando e controle, a redação original do Art. 9º da Lei 6.385/1976 prevê as seguintes respostas da CVM perante as infrações: aplicação das penalidades após tramite de processo sancionador (Art. 9º, incisos V e VI, c.c. Art. 11) e aplicação de medidas preventivas (Art. 9º, §1º), além das medidas de orientação e recomendação visando esclarecer ou orientar aos participantes do mercado. Não era expressa a possibilidade de a CVM deixar de instaurar o processo administrativo sancionador perante a constatação de irregularidades, independente se de maior ou menor gravidade, fato que se coadunava com a técnica de regular tudo e punir tudo, típica da administração burocrática.

Em 2001, a Lei n.º 10.303 alterou o Art. 9º, §4º da Lei 6.385/1976, dispondo que, na apuração das infrações da legislação do mercado de valores mobiliários, a CVM deve dar prioridade às infrações de natureza grave, cuja pena proporcionasse maior efeito educativo e preventivo para os participantes do mercado. Essa previsão legal se contextualizou internamente com a criação do Sistema de Supervisão Baseada em Risco do mercado de valores mobiliários (SBR).[994]

---

[993] OLVEIRA, Rebecca Fé de; SOUZA, Taiguara Libano Soares e. Princípio da Insignificância no Direito Administrativo Sancionador. Revista do Direito. Santa Cruz do Sul, v. 3, n. 52, p. 154-170, dez. 2020. Disponível em: https://online.unisc.br/seer/index.php/direito/index. Acesso em: 24 de jan, de 2024.

[994] MORELLI, Denis. Breves considerações sobre a justa causa necessárias aos processos administrativos sancionadores da CVM. *In:* **Processo Sancionador nos Mercados Financeiro e de Capitais.** Coord. Gustavo Machado Gonzalez. São Paulo: Thomson Reuters Brasil. 2023, p. 34.

Em 2008, a CVM editou a Deliberação n.º 542,[995] na qual estabelece a exigência de justa causa para instauração de qualquer processo de natureza sancionadora, ao passo que passou a exigir das Superintendências especializadas a adoção de processos de prevenção e orientação dos participantes do mercado, para fins de correção de irregularidades, iniciando, na CVM, a cultura de expedição de alertas de ofício e *stop orders*, como técnica de prevenção e cumprimento das novas normas internas da CVM.[996]

Em 2017, a Lei n.º 13.506 alterou o Art. 9º, §4º da Lei 6.385, para acrescentar, expressamente, que a CVM poderia deixar de instaurar procedimento administrativo sancionador nos casos de infração à legislação do mercado de valores mobiliários que importe em "*pouca relevância da conduta, a baixa expressividade da lesão ao bem jurídico tutelado e a utilização de outros instrumentos e medidas de supervisão que julgar mais efetivos*."[997]

A alteração da forma do exercício da regulação pela CVM decorrente das sucessivas alterações que culminaram na redação atual do Art. 9º, §4º da Lei n.º 6.385, conferida pela Lei n.º 13.506, se coaduna com o paradigma da "Administração Pública

---

[995] Confira Deliberação CVM n.º 542 de 9 de julho de 2008, que: "*Dispõe sobre a adoção de procedimentos preventivos e orientadores no âmbito da atividade fiscalizadora da Comissão de Valores Mobiliários". "CONSIDERANDO: (i) que o Sistema de Supervisão Baseada em Risco do mercado de valores mobiliários (SBR), consoante previsto na Resolução CMN n.º 3.427, de 22 de dezembro de 2006, será implementado pela CVM de forma a priorizar suas ações de regulação e fiscalização para controle e monitoramento dos riscos que possam afetar a implementação de seus mandatos legais; e (ii) o fato de que a instauração de qualquer procedimento de natureza sancionadora pressupõe a existência de justa causa. DELIBEROU: I - adotar procedimentos de prevenção e orientação aos participantes do mercado de valores mobiliários para fins de correção de eventuais irregularidades detectadas pelas Superintendências da Comissão de Valores Mobiliários; II - as Superintendências poderão, uma vez constatada a ocorrência de irregularidade praticada no âmbito do mercado de valores mobiliários, alertar a pessoa física ou jurídica fiscalizada para o desvio observado, assinalando-lhe, se for o caso, prazo razoável para a devida correção; III - corrigida a irregularidade apontada, a Superintendência afeta ao mérito do processo poderá, diante das circunstâncias do caso, promover o arquivamento do feito; e IV - que esta Deliberação entra em vigor na data de sua publicação no Diário Oficial da União."*. A Deliberação CVM n.º 542/2008 foi revogada pela Resolução CVM n.º 607/2019, que, por sua vez, foi revogada pela Resolução CVM n.º 45/2021, atualmente em vigor e que dispõe regra similar no art. 4º. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/deliberacoes/deli0500/deli542.html. Acesso em: 8/8/2023.

[996] Todavia, mesmo após a Deliberação CVM n.º 542/2008, instauram-se processos administrativos sancionadores em casos de infração de pouca gravidade, decidindo-se pela absolvição dos acusados com fundamento no princípio da insignificância, à exemplo dos julgados: PAS CVM n.º 09/2009 e n.º 11/2013. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2015/20150721_PAS_092009.pdf. Acesso em: 4/8/2023.

[997] Cf. Art. 9º, §4º da Lei n.º 6.385/1976, alterado pela Lei n.ª 13.506/2017: *"§ 4º Na apuração de infrações da legislação do mercado de valores mobiliários, a Comissão priorizará as infrações de natureza grave, cuja apenação proporcione maior efeito educativo e preventivo para os participantes do mercado, e poderá deixar de instaurar o processo administrativo sancionador, consideradas a pouca relevância da conduta, a baixa expressividade da lesão ao bem jurídico tutelado e a utilização de outros instrumentos e medidas de supervisão que julgar mais efetivos. (Redação dada pela Lei nº 13.506, de 2017)"*

Gerencial", orientada para produção de resultados, norteada pelo princípio da eficiência, marcada pela descentralização da gestão e pela avaliação de desempenho a partir dos resultados.

As alterações rompem gradativamente com a máxima da regulação por comando e controle, caracterizada pela imposição de um conjunto de regras específicas e detalhadas estabelecidas pelo Estado para organizar, controlar e limitar determinadas atividades, comportamentos ou padrões, que devem ser seguidas rigorosamente pelo setor privado, sob pena de sanção, apresentada esta com caráter essencialmente punitivo, com objetivo de prevenir e desencorajar a violação das regras regulatórias, apresentando, como efeito secundário, a dissuasão para os particulares que podem considerar a alternativa de violação às regras.

A "justa causa" apresenta-se também consoante com a finalidade da atividade sancionadora no mercado de valores mobiliários assim definida no Art. 9º, §4º, da Lei n.º 6.385/1976 (regra replicada no Art. 3º, parágrafo único da Resolução CVM n.º 45/2021) a de proporcionar "*maior efeito educativo e preventivo para os participantes do mercado",* destacando a função de dissuasão primordial da sanção, como instrumento de atividade de regulação, e não como instituto autônomo e independente dos objetivos e da política regulatória.

A "justa causa" pode ser reconhecida na fase de investigação das infrações, ou seja, fase pré-sancionatória, pelas Superintendências específicas da CVM (Art. 4º, *caput* e inciso I, letra "b" RCVM n.º 45/2021), cujos pressupostos a serem considerados estão elencados no §1º do mesmo Art. 4º.

Reconhecendo a "justa causa", exclui-se a tipicidade da conduta, mas podem ser empregados os instrumentos de supervisão, como ofícios de alerta e *stop orders*, entre outras medidas possíveis, visando prevenir, orientar ou determinar a suspensão da conduta reputada danosa (Art. 4º, §§2º e 3º, RCVM n.º 45/2021).

Sob a ótica da regulação responsiva, a "justa causa" constitui importante instrumento de construção de resposta estatal adequado à infração/conduta do regulado. Primeiro, porque concede margem de discricionariedade ao regulador para, no ato da intepretação do fato típico, e a depender da análise dos elementos pressupostos no Art. 4º

§1º da Resolução CVM n.º 45/2021, seja capaz de permitir a execução da dinâmica de subida e descida da pirâmide de constrangimento a partir da causuística. Segundo, porque possibilita a construção de respostas inovadoras perante a infração, visto que o rol das medidas de supervisão previsto no Art. 4º, §1º da Resolução é expressamente exemplificativo, possibilitando a construção e aplicação de novas respostas pelo regulador.

No caso concreto, a aplicação da "justa causa" indicará que o regulado está mais ou menos cooperante com o ambiente regulatório. Todavia, o exercício de discricionariedade sem motivação individualizada e congruente, sem coerência com a racionalidade regulatória e sem transparência é arbitrariedade, o que não se pode admitir.

A legitimidade da decisão que aplica ou nega a aplicação da "justa causa" pelo regulador no caso concreto, mesmo sob a ótica da regulação responsiva, está vinculada à necessária motivação robusta individual e congruente[998], ao devido processo legal[999], ao caráter colegiado das decisões regulatórias[1000], ao exame concreto e detalhado dos pressupostos do Art. 4º, §1º da Resolução CVM n.º 45/2021, bem como aos objetivos específicos da política pública setorial subjacente[1001], ao "juízo de prognose" sobre as consequências da decisão[1002], ao princípio da proporcionalidade[1003] e da publicidade[1004].

Salienta Denis Morelli[1005] que as Superintendências da CVM deixam de instaurar processos administrativos sancionadores quando entendem que não há "justa causa" e, logo, enviam as medidas de supervisão que entendem cabíveis. Ocorre que esta dinâmica é realizada em procedimentos investigativos não divulgados e tampouco são divulgadas as orientações gerais adotadas pelas Superintendências para tomada destas

[998] Sobre a obrigatoriedade de motivação congruente e robusta confira: Arts. 37 e 93, X, da Constituição Federal, Art. 50, §1º da Lei 9.784/1999, Art. 5º da Lei 13.848/2019 e Art. 2º da Resolução CVM 45/2021.
[999] Sobre a obrigatoriedade de respeito ao devido processo legal, confira: Art. 5º, LV da Constituição Federal, Art. 6º à 8º da Lei n.º 13.848/2019.
[1000] Sobre a prevalência das decisões colegiadas, confira: Art. 7º da Lei n.º 13.848/2019.
[1001] Sobre a obrigatoriedade de congruência com a política estatal subjacente, confira: Art. 4º da Lei n.º 13.848/2019 e art. 2º da RCVM n.º 45/2021.
[1002] Sobre a obrigatoriedade de análise das consequências da decisão, confira: Art. 21 do Decreto n.º 4.657/1942.
[1003] Sobre o dever de adoção do princípio da proporcionalidade, confira: Art. 2º da RCVM n.º 45/2021.
[1004] Sobre a obrigatoriedade de adoção do princípio da publicidade, confira: Arts. 5º, XXXIII, 37, §3º, inciso II e Art. 216, §2º da Constituição Federal, Arts. 4º, inciso III e 22 da Lei n.º 12.527/2011 e Art. 2º da RCVM n.º 45/2021.
[1005] MORELLI, Denis. Breves considerações sobre a justa causa necessárias aos processos administrativos sancionadores da CVM. *In*: **Processo Sancionador nos Mercados Financeiro e de Capitais.** Coord. Gustavo Machado Gonzalez. São Paulo: Thomson Reuters Brasil. 2023, p. 38.

decisões. Este tramite viola o dever de motivação, publicidade, governança, decisão colegiada e transparência das atividades sancionadoras e regulatórias da Autarquia, podendo eivar de nulidade as decisões (Arts. 93, X, 37, 216 da CF, art. 50, I, §1º da Lei n.º 9.874/1999, art. 2ª RCVM 45/2021) e não se alinha com a ótica da regulação responsiva.

A situação se agrava mais na medida em que a instauração de processo administrativo sancionador (ou o seu afastamento), pelo reconhecimento ou afastamento da "justa causa", não vem acompanhado de motivação objetiva com relação aos pressupostos e elementos que nortearam a decisão, constituindo-se em afirmações genéricas. Muitas vezes, a questão fica implícita na parte dispositiva da decisão, mormente quando envolvidos vários acusados. Não há nenhum padrão ou métrica de processo decisório seguido pelas Superintendências, para nortear estas decisões,[1006] o que não permite identificar os elementos de convicção do regulador, nem construir uma jurisprudência capaz de fixar parâmetros e critérios uniformes. Segundo Denis Morelli:

> ... somente se poderá decidir de maneira coerente e isonômica sobre a existência de justa causa para a instauração do PAS contra cada um dos envolvidos após uma análise detalhada e sistemática, considerando-se as regras da justa causa trazidas na própria regra da CVM (Resolução CVM n.º 45/2021). E, toda a análise não pode ficar restrita a eventuais discussões internas havidas em suas áreas técnicas, mas deve estar transcrita na fundamentação da decisão pela instauração do PAS.[1007]

Sob a perspectiva da regulação responsiva e também sob a ótica da legislação vigente, é necessário que as Superintendências da CVM cumpram regras de governança interna capazes de oferecer procedimentos previsíveis e coerentes para decisão, no caso, para a avaliação da "justa causa" em todos os casos, de forma individualizada por acusado, com motivação *"explicita, clara e congruente"* (art. 50, §1º, Lei n.º 9.784/99), e nos termos dos pressupostos do art. 4º, §1º, incisos I a VIII, da Resolução CVM n.º 45/2021, previamente à análise da instauração ou não de processo administrativo sancionador. Caso entenderem pelo reconhecimento da "justa causa", afastando a instauração do processo administrativo sancionador e optando pela aplicação das medidas de supervisão do Art. 4º, §§2º a 4º da RCVM n.º 45/2021, é necessária a motivação explícita, clara e coerente no sentido de demonstrar "*a necessidade e adequação da medida imposta (...), inclusive em face das possíveis alternativas"*,

[1006] *Ibid*, p. 38.
[1007] *Ibid*, p. 38.

considerando, ainda, as "*consequências práticas da decisão"* (Art. 21, do Decreto n.º 4.657/1942). Também é necessário que a medida de supervisão seja clara e fundamentada o suficiente sobre o desvio de conduta e sobre o entendimento da CVM a respeito, na forma do Art. 4º, §3º da RCVM n.º 45/2021.

Para Denis Morelli, seria também necessário que se aplicasse o princípio da decisão colegiada previsto na Lei 13.848, e que a Resolução n.º 45/2021 determinasse que o Colegiado se manifestasse antes da instauração do processo administrativo sancionador, com motivação *"explicita, clara e congruente"* (art. 50, §1º, Lei n.º 9.784/99) e nos termos dos pressupostos do art. 4º, §1º, incisos I a VIII, da Resolução CVM n.º 45/2021, acerca da "justa causa", apontando que a mesma Resolução n.º 45 já determina a prévia manifestação do Colegiado, antes do julgamento do processo administrativo sancionador, sobre os pressupostos da infração do Art. 86, quando da apreciação dos pressupostos do Termo de Compromisso. Portanto, a manifestação do Colegiado sobre a "justa causa" no início do procedimento administrativo sancionador em caso de avaliação dos pressupostos da justa causa apresentaria a mesma sistemática e se mostraria salutar, sobretudo ante a ausência de motivação individualizada e congruente, porque genérica ou implícita, dada pelas Superintendências.[1008]

Eli Loria e Daniel Kalansky advertem, por outro lado, que não há clareza suficiente, nem informação adequada aos administrados sobre quais são os procedimentos de cunho investigativo e preparatório da CVM e quais são os processos administrativos sancionadores, dentre os autos conduzidos pela CVM, fato que se agrava porque a Autarquia restringe a publicidade em ambos os casos de forma inadequada.

As áreas técnicas da CVM, responsáveis por avaliar a concessão de vistas dos autos, com grande frequência, negam o acesso aos processos de maneira genérica e pouco fundamentada.[1009] A partir da interpretação sistemática do Art. 9º, §2º da Lei n.º 6.385/1976, Arts. 2 e 5º, §1º da RCVM n.º 45/2021, Arts. 5º, XXXIII, 37, §3º, inciso II e Art. 216, §2º da Constituição Federal, Arts. 4º, inciso III e 22 da Lei n.º 12.527/2011,

[1008] *Ibid*, p. 39-40.

[1009] LORIA, Eli; KALANSKY, Daniel. Os limites do sigilo em processos administrativos na CVM. *In*: **Processo Sancionador nos Mercados Financeiro e de Capitais**; coord. Gustavo Machado Gonzalez. São Paulo: Thomson Reuters Brasil. 2023, pp. 77-97.

extrai-se que a regra é a da publicidade dos atos e decisões administrativas, configurando o sigilo exceção que deve ser devidamente fundamentada, sob pena de nulidade.[1010]

d) Princípio da legalidade e imposição da sanção: proporcionalidade e individualização.

O mandado de tipificação, corolário do princípio da legalidade, se manifesta em dois planos sucessivos, vez que a norma primeiro descreve a infração, com seus elementos essenciais, e, logo, lhe atribui uma sanção.[1011]

A atribuição da sanção às infrações previstas, no âmbito do Direito Administrativo Sancionador, se realiza por diferentes técnicas. Em alguns casos, se atribui diretamente uma sanção à determinada infração. Em outros casos e não raro, a lei procede de uma maneira genérica operando com grupos de infrações e sanções que permitem evitar o detalhamento de uma atribuição individualizada. A norma apresenta o repertório de infrações em uma breve relação de classes genéricas: "graves", "moderadas", "leves", e, posteriormente, atribui a cada uma destas classes de infração uma correlata classe de sanção.

A sistemática de atribuição de sanções às infrações por classes, afasta a técnica da aplicação automática e atribui ao operador jurídico maior margem de atuação na tarefa de imposição da sanção.

Uma vez classificadas as infrações, a lei atribui seguidamente a cada escalão de infrações um conjunto de sanções, que costuma ser flexível, de tal maneira que a Administração, a luz das circunstâncias do caso concreto, sinaliza a sanção concreta dentro do escopo de sanções atreladas pela lei.

[1010]Neste sentido, Eli Loria e Daniel Kalansky asseveram: *"... a publicidade é a regra no processo administrativo. O sigilo é aceito em caráter excepcional e, para tanto, deverá ser justificado, observados os limites para sua decretação..., sob pena de consubstanciar ato administrativo nulo*." *Ibid*, p. 97.

[1011] Todavia, a norma sancionadora administrativa também pode realizar a tipificação através de estrutura mais complexa, declarando-a genericamente e remetendo a caracterização da infração e outro preceito normativo, de tal forma que a tipificação administrativa sancionadora resulta da conjunção entre a norma que estabelece a proibição e a norma genérica que estabelece que respectiva violação constitui infração. NIETO, Alejandro. Derecho Administrativo Sancionador. 4º ed. Madrid: Editorial Tecnos. 2006, p. 315.

No caso de infrações administrativas perpetradas no âmbito da exploração da atividade de fundos de investimento, estão previstas grupos de infração:[1012] graves, moderadas e leves. As infrações administrativas graves estão previstas no Art. 171 da Resolução CVM n.º 175 e no Anexo B da Resolução CVM n.º 45/2021, cujas sanções aplicáveis são remetidas ao Art. 11, incisos III a VIII da Lei n.º 6.385/1976 e nos Arts. 60, incisos III a VII, e 64 da Resolução CVM n.º 45/2022. Já as infrações moderadas e leves constituem a violação das inúmeras obrigações previstas na Resolução CVM n.º 175/2022, ou dispostas no Anexo B da Resolução CVM n.º 45 (infrações de menor complexidade), que, se descumpridas, caracterizam a infração.

A Resolução CVM n.º 45/2021 criou critérios mais precisos para permitir a diferenciação das infrações administrativas de acordo com sua gravidade. Institui parâmetros objetivos a serem utilizados na fixação das penalidades. Dividiu-se as possíveis infrações administrativas em cinco grupos, de acordo com sua gravidade, para fins de parametrizar as penalidades-base a serem aplicadas em casos de condenação ao pagamento de multa.

A Lei n.º 6.386 e a Resolução CVM n.º 45/2021 adotaram procedimento de dosimetria da pena trifásico de clara inspiração do Direito Penal estabelecendo: os limites de multa fixados no Art. 61, critérios para dosimetria da pena no Art. 62, critérios para fixação da pena base no Art. 63,[1013] circunstâncias agravantes no Art. 65,

[1012] O Anexo A da Resolução CVM n.º 175/2022 refere-se à cinco grupos de infração, organizados conforme respectiva gravidade, em tese, para definir valores máximos de pena base para cada grupo. No caso do "Grupo I", a pena base máxima é de R$ 300.000,00, contemplando infrações como: "*VI – negociação de valores mobiliários em período nos quais tal negociação esteja vedada em razão de iminente divulgação das informações contábeis trimestrais e das demonstrações financeiras anuais de companhia aberta, quando a infração não caracterizar uso indevido de informação relevante ainda não divulgada ao mercado." O "Grupo II",* a pena base máxima é de R$ 600.000,00, e comporta infrações como: "I – não divulgação ou divulgação em desconformidade com a forma prevista na regulamentação de ato ou fato relevante.". No caso do "Grupo III", a pena base máxima é de R$ 3.000.000,00, e comporta infrações como: "VII – embaraço à fiscalização da CVM". O "Grupo IV", cuja pena base máxima é de R$ 10.000.000,00, e comporta infrações como: *"II – violações que constituam infração grave à norma que dispõe sobre as atividades de escrituração valores mobiliários, custódia de valores mobiliários, depósito centralizado de valores mobiliários e intermediação de operações em mercados regulamentados de valores mobiliários*." Finalmente, o "Grupo V" comporta pena ase máxima de R$ *20.000.000,00, e comporta infrações como: "VI – relacionadas à criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários e uso de práticas não equitativas no mercado de valores mobiliários, manipulação de preços ou a realização de operações fraudulentas."*

[1013] De acordo com o art. 63 da Resolução CVM n.º 45/2021, a etapa da fixação da pena base será conduzida pelo Colegiado da CVM com observância dos princípios da proporcionalidade e razoabilidade, bem como a capacidade econômica do infrator e os motivos que justifiquem a imposição da penalidade.

circunstâncias atenuantes no Art. 66 e hipóteses de proibição de contratar com a administração pública no Art. 69.

Veja que, na forma expressa do Art. 63 da Resolução CVM n.º 45, a etapa de fixação da pena base será conduzida pelo Colegiado da CVM com observância dos princípios da proporcionalidade e razoabilidade, bem como em consideração à capacidade econômica do infrator e aos motivos que justifiquem a imposição da penalidade.

Neste momento, cabe uma breve reflexão sobre uma mudança de paradigma com relação à função da sanção no âmbito do Direito Regulatório Sancionador. As alterações da Lei n.º 6.385, que decorreram da edição da Lei n.º 13.506/2017 e que resultaram na introdução de regras pertinentes a sanção, no âmbito da atividade sancionadora da CVM e Bacen, apresentam como objetivo parametrizar as sanções de multa, mas também aumentam o espectro de respostas estatais possíveis no exercício do poder da regulação, inserindo, por exemplo, instrumentos alternativos à sanção, como os mecanismos de supervisão (em rol meramente exemplificativo) e o acordo em processo de supervisão.

Cada vez mais, no Direito Administrativo Sancionador, diferente do Direito Penal, não há uma correspondência estanque entre o ilícito e a resposta estatal, mas uma correlação de graus de infrações e sanções, que originam uma proliferação de respostas que podem ser mais ou menos criativas.

A necessidade de taxatividade no âmbito do Direito Administrativo Sancionador impõe que a Lei deva predeterminar suficientemente as infrações e as sanções, assim como a correspondência entre umas e outras, mas não implica em que essa correlação deva ser automática, com a exclusão do poder de apreciação por parte dos órgãos administrativos no ato de imposição da sanção concreta. O sistema de correspondência não individualizada entre infrações e sanções pode dar margem, mais ou menos ampla, à discricionariedade administrativa na aplicação da sanção ao caso concreto. O que, no entanto, não se admite é que não existam critérios prefixados na regulação para atribuição da sanção à infração, pois isso equivaleria à simples habilitação

da Administração Pública por norma vazia de conteúdo material próprio, o que seria inconstitucional.[1014]

A legitimidade da sanção aplicada concretamente à determinada infração administrativa repousa na correspondência legal, ainda que não individualizada, da sanção à infração, bem assim, na proporcionalidade da sanção conforme circunstâncias objetivas e subjetivas do caso concretamente analisado.

O princípio da proporcionalidade no âmbito do Direito Administrativo Sancionador deve ser aplicado, no exercício da potestade sancionatória da administração, ao estabelecer a correspondente previsão normativa, de maneira que fique ajustada ao ordenamento jurídico a sanção, considerada à gravidade da infração que a corresponda. Deste modo, na determinação normativa do regime sancionador, e no próprio ato da atribuição da sanção ao autor da infração, deve-se guardar a devida adequação entre a gravidade do fato constitutivo da infração e a sanção aplicável.

Considerando que a proporcionalidade na aplicação da sanção é apenas suscetível de ser avaliada a partir do caso singular analisado, deve-se especialmente fundamentar a apreciação das circunstâncias objetivas e subjetivas que integram o pressuposto do fato sancionável.

A avaliação dessas circunstâncias, no caso concreto, através de um juízo de proporcionalidade, para possibilitar a escolha da sanção adequada à determinada infração, deixa evidente a margem de discricionaridade atribuída ao órgão administrativo na tarefa de imposição da sanção ao administrado, que, todavia, apenas será legitima se fundamentada a decisão com a comprovação e motivação sobre a existência da concreta proporcionalidade entre a gravidade da infração e a pena concretamente cominada.

A estratégia normativa de gradação de sanções proporciona a individualização da sanção, conferindo ao regulador margem de discricionariedade administrativa para aplicação da resposta estatal perante o fato concretamente analisado, limitada à dois fatores: à própria ausência de proporcionalidade e, de outro lado, à contrariedade frontal às prescrições da norma. A legitimidade da fixação da resposta

[1014] NIETO, Alejandro. **Derecho Administrativo Sancionador**. 4º ed. Madrid: Editorial Tecnos. 2006, p. 350.

estatal restará materializada na sua motivação individualizada e congruente. Nas palavras de Alejandro Nieto:

> A potestade sancionadora se exercita com critérios estritamente jurídicos e, ainda que seja certo que na fixação das sanções a lei atribua certa margem de discricionariedade à Administração ao permitir gradua-las em atenção às circunstâncias concorrentes, essa alternativa deve ser exercida respeitando os princípios gerais do Direito, e, entre eles, a igualdade e a proporcionalidade, assim como a motivação das circunstâncias que levaram a fixar o importe e duração das sanções pecuniárias ou privativas de direitos. [1015]

A discricionariedade da administração será suscetível de controle judicial. O Poder Judiciário poderá efetuar o controle do exercício discricionário da potestade sancionadora da Administração. A discricionariedade exercida sem controle se converte em arbitrariedade.

A sistemática de atribuição de sanção às infrações deve atender ao princípio da legalidade, e, ao mesmo tempo, propiciar a aplicação da movimentação piramidal própria da dinâmica da regulação responsiva. Deve dotar o regulador de flexibilidade suficiente para subir e descer as camadas da pirâmide de constrangimento ao considerar os elementos individualizantes da conduta no caso concreto, tanto na interpretação da infração (Art. 4º, inciso I, alínea "b" e §1º, da Resolução CVM n.º 45/2021), quanto na aplicação da respectiva sanção (Arts. 60 a 69 da Resolução CVM n.º 45/2021). As decisões do regulador devem ser amplamente fundamentadas com evidências concretas dos elementos individualizantes levados em conta pelo regulador e consoante as finalidades da regulação, imprimindo eficiência à resposta estatal, em decisão célere, eficaz no que tange ao alcance da finalidade da regulação setorial e transparente, cujo teor também seja de fácil acesso à sociedade.

A garantia da individualização da sanção impõe que sua fixação seja atrelada às circunstâncias do caso concreto, seja com fundamento nos critérios fixados em lei ou fixados pelo Administrador Público, prevalecendo a jurisprudência no sentido de que não se admite a fixação da pena base a partir de referências genéricas às circunstâncias previstas abstratamente em lei.[1016]

[1015] NIETO, Alejandro. **Derecho Administrativo Sancionador**. 4º ed. Madrid: Editorial Tecnos. 2006, p. 357.

[1016] Neste sentido, conferir HC 68.571. STF. Ministro Sepúlveda Pertence. DJU 1/11/1961.

e) Princípio da legalidade e consensualidade.

A seguir apresenta-se brevemente a consensualidade no âmbito da CVM, bem como a análise sobre sua legalidade e sua instrumentalidade sob a perspectiva da regulação responsiva.

(i) A consensualidade no âmbito da CVM:

No âmbito do processo administrativo sancionador incidente sobre o mercado de valores mobiliários brasileiro, a Lei n.º 13.506/2017 dispõe sobre duas formas de acordo: o "Termo de Compromisso", previsto no Artigo 11 (e regulado pela CVM nos artigos 80 a 91 da Resolução CVM n.º 45/2021)[1017] e o Acordo Administrativo em Processo de Supervisão, previsto nos Arts. 30 a 32 (e regulamentado nos Arts. 92 a 108 da Resolução CVM n.º 45/2021).

O Termo de Compromisso pode ser solicitado pelo investigado, desde que: cesse a prática das atividades ou atos considerados ilícitos, se for o caso, e corrija as irregularidades apontadas, inclusive indenizando os prejuízos (Art. 81, incisos I e II), antes da instauração do processo administrativo sancionador (Art. 82, §3º), e na fase sancionatória, até a apresentação da defesa (Art. 82, §1º) ou, excepcionalmente, após a apresentação da defesa (Art. 84). Não implica em confissão quanto à matéria de fato, nem em reconhecimento de ilicitude da conduta analisada (Art. 81), podendo ser aceito o pedido pela CVM através de uma decisão colegiada e fundamentada por um juízo de oportunidade e a conveniência, no qual se considere, dentre outros elementos, a natureza e a gravidade das infrações objeto do processo, os antecedentes dos acusados ou investigados ou a colaboração de boa-fé destes, e a efetiva possibilidade de punição, no caso concreto (Arts. 83 e 86).

Na hipótese de serem detectados danos a investidores e a fim de instruir a análise da proposta, a CVM pode, a seu critério, notificá-los para que forneçam informações quanto à extensão dos prejuízos que tiverem suportado e ao valor da

[1017] A Lei n.º 9.457/1999 incluiu seis parágrafos no art. 11 da Lei n.º 6.385/1976 para criar a disciplinar o termo de compromisso no âmbito da regulação do mercado de capitais. Segundo Juliana Bonacorsi de Palma, o termo de compromisso na legislação do mercado de capitais tem inspiração estadounidense que corresponde à figura do "*consent decree*", tradicional mecanismo de substituição consensual das sanções aplicadas em caso de infração no mercado. PALMA, Juliana Bonacorsi de. **Sanção e Acordo na Administração Pública.** São Paulo: Malheiros. 2015, p. 215.

reparação (Art. 85). A participação do investidor lesado não lhe confere a condição de parte no processo administrativo. No caso de existência de investidores prejudicados em número indeterminado e de identidade desconhecida, a CVM pode, em comum acordo com o proponente e às suas expensas, fazer publicar editais convocando tais investidores para o fim de sua identificação e quantificação dos valores individuais a lhes serem pagos a título de indenização (§2º).

A celebração do Termo de Compromisso tem o efeito de suspender o processo administrativo em curso, pelo prazo estipulado para o cumprimento do compromisso; ou propiciar a não instauração de processo administrativo sancionador, nos casos em que a proposta for apresentada ainda em fase de apuração (ou antes desta) - Art. 88, Incisos I e II, devendo ser cumprido de forma integral e adequada, sob pena do processo ser instaurado ou ter seu curso retomado, conforme o caso, sem prejuízo das penalidades ou de outras medidas eventualmente cabíveis (Art. 90), podendo seu teor ser executado judicialmente (Art. 91).

A Resolução CVM n.º 45/2021 prevê ampla possibilidade de negociação/diálogo sobre as condições do Termo de Compromisso entre regulador e regulado (Art. 83, §§ 3º a 7º).

A lei exige seja dada ampla publicidade ao TC, obrigando que o instrumento seja divulgado no próprio *site* da CVM, com a indicação dos prazos para cumprimento das obrigações. O TC, ainda, constitui título executivo extrajudicial e, em caso de descumprimento por parte do particular, o processo sancionador será retomado, para a aplicação das penalidades cabíveis (art. 11, §7º e §8º).

O TC orienta-se à solução de casos menos complexos, envolvendo infrações de gravidade menor, o que justifica a tolerância ao afastamento da aplicação de qualquer das sanções administrativas disponíveis à CVM. Nessa medida, o TC se aproxima dos chamados "*acordos substitutivos de sanção*".

O Acordo Administrativo em Processo de Supervisão (Acordo de Supervisão ou APS) constitui outra modalidade de solução consensual aplicável aos processos sancionadores no âmbito da CVM e é prevista por primeira vez com a edição da Lei n.º 13.506/2017, sendo regulamentado pela Resolução CVM n.º 45.

O Acordo Administrativo em Processo de Supervisão pode ser solicitado pelo investigado, desde que: confessar a prática de infração às normas legais ou regulamentares CVM e coopere de forma eficaz, útil e plena para a apuração dos fatos, da qual resulte utilidade para o processo (Art. 92 da Resolução CVM n.º 45); e pode ser celebrado até o início do julgamento pelo Colegiado (Art. 93), podendo ser aceito pela CVM através de decisão colegiada e fundamentada por um juízo de conveniência e oportunidade, na qual se considere: a natureza e a gravidade das infrações informadas; a cessação do envolvimento na infração noticiada ou sob apuração a partir da data de propositura; a quantidade e qualidade das informações prestadas que comprovem a infração e identifiquem os demais envolvidos; a ausência de provas suficientes para assegurar a condenação do proponente (Art. 98).

A celebração do Acordo Administrativo em Processo de Supervisão tem o efeito de extinguir a ação punitiva da Administração Pública, na hipótese em que a proposta do Acordo de Supervisão tiver sido apresentada sem que a CVM tivesse conhecimento prévio da infração noticiada; ou reduzir de 1/3 (um terço) a 2/3 (dois terços) as penas aplicáveis na esfera administrativa, na hipótese em que a CVM tiver conhecimento prévio da infração noticiada (Art. 107). A Resolução CVM n.º 45 prevê ampla possibilidade de negociação/diálogo sobre das condições do Acordo Administrativo em Processo de Supervisão entre regulador e regulado (Art. 96, §§ 3º e 5º).

A celebração dos termos de cooperação previstos no âmbito da Resolução CVM n.º 45 dispõem de regras procedimentais e pressupostos específicos para a apresentação das solicitações à CVM, devendo ser ouvida a Procuradoria Federal Especializada (PFE) sobre o teor dos pedidos e legalidade das propostas, e, caso o parecer da PFE sobre a legalidade das propostas for favorável, remetem-se as propostas para o Comitê de Termo de Compromisso (CTC) ou de Comite de Acordo de Supervisão (CAT), conforme o caso, órgãos competentes na estrutura da CVM para proceder com a negociação das propostas que lhes são encaminhadas e apresentar um parecer sobre a oportunidade e conveniência para celebração do compromisso ou acordo administrativos em processo de supervisão, propondo ao Colegiado da CVM a aceitação ou não das propostas, que deverá deliberar sobre a celebração (ou não) do acordo de cooperação,

podendo, antes considerar a manifestação dos investidores ocasionalmente prejudicados, com previsão no Art. 97, Inciso III e aplicação subsidiária do Art. 85.

A celebração do APS suspende o prazo prescricional da pretensão sancionadora (Art. 30, §5º). Em caso de descumprimento do ajuste, o beneficiário ficará impedido de celebrar novo acordo administrativo em processo de supervisão pelo prazo de 3 (três) anos (Art. 32, §2º).

O APS apresenta algumas restrições à sua publicidade. Primeiro, a proposta de APS será mantida em sigilo até que o acordo seja efetivamente celebrado (Art. 30, §1º), devendo ser publicado, no entanto, no prazo de 5 (cinco) dias após sua assinatura (Art. 31).

A regulação do APS apresenta uma série de disposições a respeito do compartilhamento de informações e cooperação entre CVM e MP: (i) assegura-se que a celebração do acordo não afetará a atuação do MP e demais órgãos no âmbito de suas respectivas competências (Art. 30, §6º); (ii) estabelece-se que o sigilo da proposta de APS não será oponível ao MP quando a CVM verificar, a partir da proposta oferecida, a efetiva ocorrência ou mesmo a mera presença de indícios da prática de crime (Art. 31, §2º, da Lei 13.506/2017 c/c art. 9º, da Lei Complementar n.º 105/2001).

A Lei n.º 13.506 também assegura ao MP (Art. 31, §3º) a possibilidade de requisitar informações ou acesso ao sistema informatizado da CVM sobre os APS que esta tenha firmado, sem que lhe seja oponível sigilo, cabendo à CVM a manutenção de fórum permanente de comunicação com o MP, por meio de acordo cooperação técnica (Lei Complementar n.º 105/2001 c.c. Art. 31, §4º).

O APS é um instrumento consensual que compõe o grupo dos chamados "*acordos integrativos*", ferramenta inspirada no modelo dos acordos de leniência previsto na Lei n.º 12.529/2011 (Art. 86 e 87). Na redação original da própria MP 784, que inspirou a Lei n.º 13.506/2017, o APS era chamado de "acordo de leniência"

Segundo último relatório de atividade sancionadora CVM publicado, entre julho a setembro de 2023 (3º trimestre de 2023), o Colegiado apreciou propostas de Termo de Compromisso referentes a 22 processos, envolvendo 39 proponentes, com propostas de pagamento de um total de R$ 26,30 milhões a título de danos difusos.

Dessas, o Colegiado aprovou propostas relacionadas a 11 processos, de 20 proponentes, cujos montantes financeiros envolveram R$ 21,09 milhões relativos a danos difusos. Neste período, foram objeto de negociação no CTC 14 processos, sendo que 10 desses processos tiveram decisão de aceitação no âmbito do Colegiado da CVM.[1018]

Já o relatório referente aos meses entre abril a junho de 2023 (2º trimestre de 2023), o Colegiado apreciou propostas de Termo de Compromisso envolvendo 26 processos e 37 proponentes, com propostas de pagamento totalizando R$ 16,52 milhões a título de danos difusos. Dessas, o Colegiado aprovou propostas relativas a 15 processos e 19 proponentes, para pagamento de um total de R$ 11,88 milhões relativos a danos difusos. Neste período, foram objeto de negociação no CTC propostas envolvendo 16 processos, sendo que 13 desses processos tiveram decisão de aceitação no âmbito do Colegiado da CVM.[1019]

Não foi registrada até a presente data pela CVM, em sede de relatório de atividade sancionadora, a celebração de APS.

A CVM apresenta-se pioneira em relação a celebração de Termos de Compromisso no cenário da Administração Pública nacional, instituto introduzido com a edição da Lei n.º 9.457/97.[1020]Trata-se de instrumento alternativo à sanção amplamente utilizado pela Autarquia, cujas questões de legalidade e legitimidade já foram superadas.

[1018] Houve, ainda, desistência de propostas apresentadas em dois processos, referentes a sete proponentes, e que envolviam montante de R$ 870 mil relativos a danos difusos. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Relatório de Atividade Sancionadora – julho à setembro 2023. Disponível em: https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/relatorios/relatorio-de-atividade-sancionadora/relatorio-de-atividade-sancionadora-cvm-2023-3o-trimestre-versao-resumida.pdf/view. Acesso em: 24 de jan de 2024.

[1019] Houve, ainda, desistência de propostas apresentadas em dois processos, referentes a sete proponentes, e que envolviam montante de R$ 870 mil relativos a danos difusos. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Relatório de Atividade Sancionadora – abril à junho 2023. Disponível em: https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/relatorios/relatorio-de-atividade-sancionadora/relatorio-de-atividade-sancionadora-cvm-2023-2o-trimestre-versao-resumida.pdf/view. Acesso em: 24 de jan de 2024.

[1020] A Lei n.º 9.457/1997 incluiu seis parágrafos no Art. 11 da Lei n.º 6.385/76, para prever o termo de compromisso no mercado de valores mobiliários como instrumento regulatório, com aptidão para suspensão do processo administrativo sancionador desde que o colaborador cumprisse com as obrigações assumidas no termo e acordo.

(ii) A legalidade dos acordos consensuais e sua instrumentalidade sob a perspectiva responsiva:

A partir da edição da Lei n.º 12.846/2013, a chamada Lei de Combate à Corrupção, que prevê a responsabilização administrativa e civil de pessoas jurídicas pela prática de atos contra a administração pública, nacional ou estrangeira; disseminou, com bastante ênfase, a consensualidade do Direito Administrativo Sancionador brasileiro, ampliando formas de acordos de cooperação, com os acordos integrativos no âmbito do processo administrativo sancionador, ao dispor, nos Artigos 16 e 17, a possibilidade da celebração do acordo de leniência no âmbito administrativo entre a Administração Pública e pessoas jurídicas responsáveis pela prática dos atos lesivos à Administração Pública. Segundo Juliana Bonacorsi de Palma:

> A atuação administrativa por meio de acordos suscita, assim, reflexões sobre a existência de margem de autonomia da vontade no âmbito do aparato público, na medida em que os atos consensuais formalizam-se por meio de aquiescência bilateral, pública e privada, acerca dos termos do pacto (autonomia da vontade versus vontade legal). Também questiona-se a centralidade da lei na disciplina da ação administrativa, ao ter sede eminentemente regulamentar e se efetivar independentemente de previsão legal específica (preferência de normas versus preferência de lei). Seu caráter negocial e pragmático, focado na situação problema, em que a consensualidade se apresenta como possível instrumento do solucionamento, enseja a feição negativa da legalidade, e, mesmo, a atipicidade dos termos dos acordos administrativos (vinculação negativa e atipicidade versus vinculação positiva e tipicidade). ”[1021]

Na perspectiva da compreensão do princípio da legalidade como ato normativo prévio (cujas diretrizes se extraem da lei) e certo (disposto de modo suficientemente claro para compreender os parâmetros de aplicação no caso concreto), conclui-se que a celebração de Termo de Compromisso e do Acordo de Supervisão no âmbito do mercado de valores mobiliários, devidamente previstos na Lei n.º 6.385/1976 e regulamentados pela Resolução CVM n.º 45/2021, são instrumentos possíveis e que podem auxiliar o regulador na execução dos objetivos de interesse público atrelados à política setorial regulatória, ao aplicar o poder instrumental sancionador da administração, como forma alternativa à sanção, visando, justificadamente, a obtenção de maior eficácia, eficiência, celeridade e menor custo no exercício da atividade regulatória.

[1021] PALMA, Juliana Bonacorsi de. **Sanção e Acordo na Administração Pública**. São Paulo: Malheiros. 2015, pp. 267-268.

Sob a perspectiva da legalidade dos acordos de cooperação no âmbito da administração pública, Juliana Bonacorsi de Palma assevera que:

> ...a legalidade encontra-se em um momento de revisão de significado da vinculação ao Direito. Assiste-se a uma apliação do seu objeto ao qual a Administração Pública se vincula por força da legalidade, primeiramente defendido como conceito de "bloco de legalidade", nos escritos dos publicistas clássicos. Além de criada pelo Parlamento, o bloco de legalidade abrangeria também os princípios gerais do direito administrativo e os atos normativos, cujo conjunto conformaria o desempenho das competências pelo Poder Público."

Para Juliana Bonacorsi de Palma, os princípios constitucionais são impregnados na fundamentação dos atos administrativos e nas decisões jurídicas a respeito de Direito Público e também não há maior resistência à vinculação da Administração Pública no exercício de seu poder regulamentar, citando a Lei Federal n.º 9.784/1999 que dispõe, no art. 2º, parágrafo único, I o dever de atuação da Administração Pública conforme a Lei e o Direito.[1022]

Com relação à viabilidade jurídica de a Administração Pública transacionar na seara sancionatória, colocam-se questionamentos de resistência, em geral, ligados, além do princípio da legalidade, aos princípios da supremacia do interesse público sobre o privado, da inafastabilidade das prerrogativas públicas e da indisponibilidade do interesse público.

A partir da compreensão de que a função de regulação possui uma finalidade específica setorial que se revela em manter o regular funcionamento do mercado, além de conferir proteção e segurança aos investidores, a finalidade pública perseguida pela regulação é atrelada exatamente à esses objetivos. Na forma do Art. 4º da Lei 13.848/2019, o ente de regulação deve observar, em suas atividades, a devida adequação entre meios e fins, e lhe é, inclusive, vedada a imposição de obrigações, restrições e sanções em medida superior àquela necessária ao atendimento do interesse público,[1023] ou seja: a Administração Pública está vinculada ao resultado ótimo da regulação. A partir da perspectiva regulatória, a Administração Pública deve dispor de suas prerrogativas, dentre as quais decidir a partir do caso concreto, qual instrumento

---

[1022] *Ibid*, p. 270.

[1023] Cf. Art. 4º da Lei n.º 13.848/2019. *"Art. 4º A agência reguladora deverá observar, em suas atividades, a devida adequação entre meios e fins, vedada a imposição de obrigações, restrições e sanções em medida superior àquela necessária ao atendimento do interesse público*."

adotará para consecução da sua finalidade regulatória, podendo optar pela imposição da sanção, pela celebração do acordo de cooperação ou aplicação de medidas de supervisão (cujo rol legal é exemplificativo), considerando, ainda, a realização de um "juízo de prognose" sobre as consequências concretas de suas decisões na forma do Art. 21 do Decreto n.º 4.657/1942[1024].

Os acordos de cooperação se apresentam como um instrumento para consecução da finalidade regulatória e sob esta perspectiva, devem integrar uma sistemática de racionalidade regulatória atrelada aos objetivos da política pública setorial, desde que, evidentemente, respeitados os pressupostos legais exigidos para sua celebração ou para seu afastamento.

Sob a perspectiva da regulação responsiva, a possibilidade do regulador dispor de margem de flexibilidade para analisar as condições concretas do setor regulado, mercado contemporâneo, políticas incidentes, considerações sobre a infração e sobre o infrator, para fins de estudo de uma resposta estatal adequada, é fundamental à dinâmica de subida e descida na pirâmide de constrangimento.

Dito de outra forma, a partir de pressupostos e parâmetros legais, mas também podendo levar em conta os elementos do caso concreto, o regulador poderá decidir, por exemplo, sobre a adoção da resposta estatal pertinente à celebração do acordo de cooperação com o regulado, mostrando-se este instrumento fundamental para execução da dinâmica de subida ou descida na pirâmide de constrangimento, vez que permite ao regulador analisar a situação individualizada do regulado, impor resposta específica para a situação do regulado (através de instrumentos negociais típicos do direito privado) e obter solução mais rápida, propiciando o mais célere retorno ao ambiente de regulação.

[1024] Cf. Art. 21 do Decreto n.º 4.657/1942. "*Art. 21. A decisão que, nas esferas administrativa, controladora ou judicial, decretar a invalidação de ato, contrato, ajuste, processo ou norma administrativa deverá indicar de modo expresso suas consequências jurídicas e administrativas.* *(Incluído pela Lei nº 13.655, de 2018)* *(Regulamento)* *Parágrafo único. A decisão a que se refere o caput deste artigo deverá, quando for o caso, indicar as condições para que a regularização ocorra de modo proporcional e equânime e sem prejuízo aos interesses gerais, não se podendo impor aos sujeitos atingidos ônus ou perdas que, em função das peculiaridades do caso, sejam anormais ou excessivos."* (Incluído pela Lei nº 13.655, de 2018)

Em contrapartida, caso não cumpridos os termos fixados nos acordos, o que caracteriza um desengajamento do regulado, possibilita-se a imposição de sanções vinculadas àqueles que se mostram resistentes à conformidade, escalando na pirâmide de constrangimento.

CONCLUSÃO

Capítulo 1 – **Regulação Estatal**. *Capítulo 2 –* **Comissão de Valores Mobiliários.** *Capítulo 3 –* **Direito Administrativo Sancionador Regulatório**. *Capítulo 4 –* **A teoria da regulação responsiva.** *Capítulo 5 –* **A atividade sancionadora da CVM à luz da regulação responsiva**.

Capítulo 1 – ***Regulação Estatal***.

1-1. No cenário brasileiro, o conceito de regulação, como intervenção na atividade econômica, se desenvolveu contextualizado no processo de desestatização da economia na década de 1990. O tema sobre a regulação estatal da atividade econômica é abordado nas ciências econômicas e nas ciências jurídicas, nesta, sob a perspectiva do Direito Constitucional, do Direito Administrativo e do Direito Econômico. Em Direito Econômico, a regulação estatal está relacionada ao conjunto de mecanismos e políticas estatais orientadas para controle da atividade econômica em determinada economia de mercado e com as finalidades voltadas: ao equilíbrio dos interesses públicos e privados, a promoção de eficiência econômica, a assegurar um ecossistema de livre e justa concorrência, proteger o consumidor ou usuário e à garantia de uma estabilidade de mercado. Em Direito Administrativo, o termo "regulação" refere-se ao conjunto de normas, processos e mecanismos pelos quais o Estado exercerá a supervisão, controle e sanção sobre a exploração da atividade econômica pelo setor privado. A atividade de regulação estatal, prevista no Art. 174 da Constituição Federal, não se confunde com a função tradicionalmente exercida pela Administração Pública de regulamentar lei, com o objetivo de viabilizar o respectivo cumprimento (Art. 84, inciso IV da CF), nem se confunde com o instituto do regulamento autônomo (Art. 84, inciso VI, 103-B, §4º, inciso I e 237 da CF), mas constitui medida de ordenação administrativa setorial/sistêmica da atividade econômica com vistas à realização do interesse público.

1-2. A finalidade da regulação da atividade econômica não se encerra sob a perspectiva exclusivamente econômica e para uma finalidade apenas econômica. As finalidades regulatórias relacionam-se a valores fundamentais consagrados na Constituição Federal e em políticas públicas orientadas para o setor regulado, sejam elas de ordem econômica ou não. A partir da concepção acerca da finalidade regulatória, concebemos a regulação estatal, sob a perspectiva do Direito Administrativo, como o exercício permanente de competência constitucional do Estado, mediante atuação de autarquias sob regime especial independentes com função de regulação, que equivale ao

conjunto de processos dinâmicos e atividades direcionadas a criar, aplicar e supervisionar o cumprimento de regras, normas e políticas orientadas à condicionar, orientar e limitar a conduta de atores privados e empresas em setores específicos da economia e da sociedade, cuja finalidade é a de promover o interesse público, abrangendo a garantia da justa concorrência, proteção dos trabalhadores e do trabalho, da livre iniciativa, proteção aos consumidores, ao meio ambiente, aos cidadãos, entre outros objetivos de relevância social; promover o equilíbrio entre os interesses privados e o bem-estar público; e garantir que os regulados atuem com eficiência, transparência e alinhados aos princípios do Estado.

1-3. As deficiências de mercado podem ser divididas em: deficiência de concorrência, externalidades, acesso aos bens coletivos e assimetrias informacionais. Cabe ao Estado, mediante política regulatória eficaz e eficiente diagnosticar e mitigar as deficiências de mercado com a finalidade de promover o desenvolvimento econômico eficiente, justo e sustentável.

I-4. O mercado de valores mobiliários compõe o sistema financeiro, junto com o mercado financeiro, mercado cambial e o mercado de seguros. Embora o mercado de valores mobiliários não se confunda com o mercado financeiro, mantem imbricada relação com este. Conceitua-se o mercado de valores mobiliários como o segmento do sistema financeiro em que são criadas as condições e ambientes próprios para que as unidades produtivas suficientemente organizadas e habilitadas pelo ente regulador captem recursos diretamente dos investidores, por meio da emissão de instrumentos financeiros, com o objetivo principal de financiar suas atividades e/ou viabilizar projetos de investimentos. No mercado de valores mobiliários propicia-se, ainda, que os instrumentos financeiros possam ser negociados entre os próprios poupadores, por meio da bolsa de valores, futuros e mercadorias, ou do mercado de balcão. O desenvolvimento financeiro de um país refere-se ao crescimento qualitativo e quantitativo do sistema financeiro, ao crescimento econômico, à estabilidade financeira, à inclusão financeira e à eficiência dos mercados financeiro e de valores mobiliários. O mercado de valores mobiliários integra o sistema financeiro e impulsiona o desenvolvimento financeiro de um país. A dinâmica do mercado de valores mobiliários possibilita a mobilização de recursos da poupança popular em direção às unidades produtivas e ainda permite mobilização de capital de setores mais pujantes para outros socialmente relevantes, mostrando-se eficiente instrumento para ancorar o crescimento econômico sustentável.

Sob a perspectiva do Estado Democrático Brasileiro, o mercado de valores mobiliários constitui instrumento para o desenvolvimento justo, equilibrado e sustentável do país, à luz dos Artigos 1º, 3º, 5º, 21, 163, 170, 174, 192, 200, 215, 216-A, 219 da Constituição Federal.

1.5. No âmbito da regulação do mercado de valores mobiliários destacam-se os seguintes vícios de mercado: a) externalidades, como ênfase na preocupação com o risco sistêmico oriundo especialmente das atividades centrais do sistema financeiro de natureza típica bancária e b) deficiência de assimetrias informacionais com foco na proteção do investidor, na eficiência de alocação de recursos, no incremento da competitividade e na necessária manutenção da confiança no sistema financeiro e na integridade das respectivas instituições. As espécies de assimetrias informacionais aferidas no mercado de valores mobiliários são: a seleção adversa, a relação de agência e o *moral hazard.* As externalidades e as assimetrias de informação constituem os dois gêneros principais de falhas de mercado, impeditivas do eficiente funcionamento do mercado, e, juntamente com a dimensão sistêmica exercida pelas instituições financeiras, justificam a subdivisão das atividades de regulação no âmbito do mercado de valores mobiliários com foco na proteção sistêmica e na defesa do investidor, dando ensejo às seguintes espécies de regulação: regulação de condutas, regulação sistêmica e regulação prudencial.

1.6. Compreende-se que regulação e autorregulação são abordagens regulatórias diferentes e, inclusive, complementares.[1025] A classificação da autorregulação pode variar conforme o grau de intervenção do Estado[1026] e do setor, destacando: autorregulação pura; autorregulação supervisionada e autorregulação combinada com regulamentação estatal. A classificação entre regulação estatal e autorregulação não exclui a importância da autorregulação (e suas subclassificações) no

---

[1025] Para Egon Bockmann Moreira: "*Hoje, na maioria dos países, vigoram sistemas econômicos regulatórios de caráter misto, nos quais coabitam a regulação estatal, o livre mercado e a autorregulação, publicamente institucionalizada ou reconhecido.*" MOREIRA, Egon Bockmann. Liberdade de Iniciativa, Ordens Profissionais e autorregulação – caso música e polícia: STF, ADPF n.º 183. *In*: MARQUES NETO, Floriano de Azevedo; MOREIRA, Egon Bockmann; GUERRA, Sérgio. **Dinâmica da Regulação: estudo de casos da jurisprudência brasileira – a conveniência dos tribunais e órgãos de controle com agências reguladoras, autoridade da concorrência e livre iniciativa**. Belo Horizonte: Forum. 2021, p. 297-310, p. 299.

[1026] Segundo Para Egon Bockmann Moreira: "*...A iniciativa da regulação pode ser privada (os próprios agentes econômicos adotam espontaneamente a alternativa regulatória - o que tende a esvaziar a regulação pública heterônoma) ou pública (quando o Estado determina, ordena a autorregulação).*" *Ibid*, p. 300.

cenário da organização do setor econômico com o propósito de alterar o comportamento dos regulados de acordo com padrões e propósitos definidos, mas se presta a uma finalidade metodológica de estudo destinada aos entes reguladores e sua atividade reguladora estatal.

Capítulo 2 – **Comissão de Valores Mobiliários.**

2.1. A partir da análise do contexto histórico brasileiro, observa-se que os órgãos reguladores e fiscalizadores do mercado financeiro e de valores mobiliários foram criados não apenas para promover a estabilidade dos mercados, mas principalmente para desenvolvê-los. A criação da CVM justificou-se pelo crescimento, de fato, do incipiente mercado de capitais no Brasil, seguido de vertiginosa recessão, pressionando o legislador a criar uma estrutura específica para regulação do setor.

2.2. Sistema financeiro constitui um conjunto de normas e instituições que permitem a mobilização dos recursos e a sua disponibilização para unidades produtivas e para demais pessoas que demandam financiamento. O mercado de valores mobiliários compõe o Sistema Financeiro Nacional Brasileiro (SFN), junto com o mercado financeiro, mercado de crédito e mercado de seguros, cuja finalidade é promover o desenvolvimento equilibrado do País e servir aos interesses da coletividade (Art. 192, CF). O mercado de valores mobiliários é classificado, no âmbito do SFN, como "entidade supervisora", assumindo diversas funções executivas (como a fiscalização dos operadores sob sua responsabilidade), funções normativas (com o intuito de regulamentar leis), função de supervisão do mercado, compreendendo atividades executivas e normativas materializadas na regulação do mercado de valores mobiliários (normatização, supervisão, fiscalização e sanção).

2.3. A Comissão de Valores Mobiliários foi instituída no Brasil, em 1976, com a edição da Lei n.º 6.385, que a classifica como Autarquia Federal sob regime especial vinculada ao Ministério da Fazenda (Art. 5º) e com a atribuição de promover a expansão, o funcionamento eficiente e regular do mercado de valores mobiliários e estimular as aplicações permanentes em ações do capital social de companhias abertas sob controle de capitais privados nacionais (Art. 4º, inciso II). Por ter sido criada antes da Constituição Federal de 1988 e antes da Lei das Agências Reguladoras Federais (Lei n.º 19.848/2019), a CVM não foi constituída sob a rubrica de agência reguladora e tampouco

é classificada expressamente na Lei das Agências Reguladoras como tal. Todavia, a CVM constitui Autarquia, sob regime especial, com função de regulação do mercado de valores mobiliários. Como efeitos do regime jurídico especial, a Autarquia Federal CVM possui personalidade jurídica e patrimônio próprios, autonomia financeira e orçamentária, além de seus dirigentes possuírem autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade. A aplicação da Lei Geral das Agências Reguladoras Federais a todos os entes de regulação, tal qual a CVM, alinha-se a consagração do princípio do interesse público.

2.4. A CVM possui atribuição regulatória no mercado de valores mobiliários, abrangendo as atividades de: desenvolvimento do mercado (Lei 6.385, Art. 4º, incisos I e II); garantia de eficiência e funcionamento do mercado (Lei n.º 6.385, Art. 4º, incisos III, VII e VIII); proteção dos investidores (Lei 6.385, Art. 4º, incisos IV e V) e garantia ao acesso à informação adequada (Lei 6.385, Art. 4º, inciso VI, e art. 8º, incisos I e II). As competências atribuídas à CVM (Art. 8º, Lei n.º 6.385) são: (i) regulamentar as matérias expressamente previstas na Lei 6.385 e na Lei da Sociedade por Ações; (ii) realizar atividades de credenciamento, registro e fiscalização de auditores independentes, administradores de carteiras, analistas e consultores de valores mobiliários, agentes autônomos de investimento, entre outros; (iii) fiscalizar permanentemente as atividades e os serviços do mercado de valores mobiliários, bem como a veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele participam e aos valores nele negociados; (iv) fiscalizar e inspecionar companhias abertas, fundos de investimento e demais atividades e serviços do mercado de valores mobiliários; (v) apurar, mediante inquérito administrativo, atos ilegais e práticas não-equitativas de administradores de companhias abertas e de quaisquer participantes do mercado de valores mobiliários, aplicando as penalidades previstas nas Leis 6.404 e 6.385, e nas normas da própria CVM ou em leis especiais cujo cumprimento lhe incumba fiscalizar (Lei 6.385, Art. 8º, incisos III e V, e Art. 11). Ao lado das atribuições e competências, a Lei n.º 6.385 dispõe à CVM poder normativo, poder disciplinar e punitivo. A CVM define, como princípios norteadores da regulação: interesse público; confiabilidade; eficiência do mercado; competitividade; e mercado livre, extraídos da interpretação dos Arts. 4º e 8º da Lei 6.385.

2.5. A CVM exerce função de regulação do mercado de valores mobiliários auxiliada por instituições participantes do mercado as quais a própria lei lhes atribui função de autorregulação. A CVM ressalta a importância da autorregulação como

instrumento para a eficiência regulatória na medida em que evita a centralização excessiva do poder de editar normas e fiscalizar seu cumprimento. Dentre os entes de autorregulação, destacam-se: B3, Anbima, Apimec e Ancord. Destacam-se também entidades de recomendação, como: ABRASCA, AMEC, CONDIM, IBGC, IBRACON e IBRI.

2.6. As recomendações pontuadas pelos reguladores internacionais do mercado financeiro e de valores mobiliários influenciam a produção legislativa regulatória brasileira, operando como importantes vetores de conteúdo e direcionamento da produção das normas setoriais internas. No âmbito da regulação prudencial e sistêmica, destaca-se a adesão do Brasil, aos Acordo da Basiléia, visando a uniformização da regulação bancária que opera como figura central tanto para o mercado de crédito, quanto para o mercado de valores mobiliários, por ser importante órgão de intermediação de diversas operações financeiras e proporcionar liquidez. Com relação à regulação de condutas no âmbito do mercado de valores mobiliários, destaca-se a *International Organization of Securities Commissions* (IOSCO), que congrega, em seus Comitês, representantes de 95% dos mercados de valores mobiliários do mundo, dentre os quais a CVM, além de entidades privadas autorreguladoras, como a B3. A IOSCO é o organismo internacional de maior destaque que promove debates e estabelecimento de recomendações aos países. O processo de influência internacional gradativo levou o Brasil a reformular suas estruturas tradicionais de regulação e reflete diretamente sobre a produção da atividade normativa, em alinhamento ao mercado econômico e financeiro global. A busca por tal integração é prevista na Lei n.º 6.385, com as alterações propostas pela Lei n.º 10.303/2001.

2.7. A estrutura organizacional da CVM para cumprimento das suas atribuições e competências é definida pelo Decreto nº 11.234 de 10 de outubro de 2022, alterado pelo Decreto n.º 11.594 de 10 de julho de 2023, regulamentado pela Resolução CVM nº 24, de 5 de março de 2021, com as alterações introduzidas pelas Resoluções CVM n.ºs 40/21, 66/22, 159/22, 177/23, 179/23 e 186/23, que cria o Regimento Interno da Comissão de Valores Mobiliários.

2.8. A Resolução CVM n.º 52/2021 instituiu o Sistema de Governança e Gestão da Comissão de Valores Mobiliários (SGG/CVM) estabelecendo as regras gerais aplicáveis à condução interna das atividades, processos, macroprocessos, projetos e

programas a serem executados pela Autarquia, com objetivo expresso de zelar pela integridade, eficiência e desenvolvimento dos mercados de valores mobiliários.

2.9. A Resolução CVM n.º 53/ 2021 dispõe sobre o Sistema Integrado de Gestão de Riscos da Comissão de Valores Mobiliários, define risco como todo evento ou série de eventos previamente identificados, cuja possível ocorrência represente uma ameaça ao cumprimento dos mandatos legais da CVM (Art. 3º) e adota metodologia para classificação dos riscos de acordo com sua natureza. A metodologia de gerenciamento de riscos adotada pela CVM tem por finalidade orientar a identificação, a avaliação e a adoção de respostas aos eventos de riscos dos processos da Autarquia, bem como instituir seu monitoramento e reporte. O Plano Bienal de Supervisão (Plano Bienal) deve definir as prioridades de supervisão e de fiscalização a serem observadas pela CVM no período de dois anos contados do início de sua vigência, devendo ser emitido um Relatório Anual de Monitoramento de Riscos (Relatório Anual), com o relato de atuação da CVM no que se refere aos riscos identificados e às prioridades estabelecidas no Plano Bienal em vigor. O sistema de supervisão baseada em riscos permite o direcionamento da atuação para os principais riscos relacionados ao desempenho de suas atribuições legais, racionalizando a utilização de recursos materiais e humanos e buscando uma abordagem mais preventiva do que reativa.

2.10. Sobre as atividades de regulação no âmbito do mercado de valores mobiliários, a CVM e TCU adotam-se os seguintes termos: “regulamentação”, “monitoramento”, “supervisão”, “normatização”, “sanção” e “orientação ao mercado”, para se referir às atividades ordinariamente desempenhadas pela CVM. Para a CVM, “monitoramento” constitui atividade permanente do regulador de acompanhamento de riscos mapeados (Cf. Art. 6º, IX, Resolução CVM n.º 53/21 e Art. 13, Resolução CVM n.º 52/21); e “supervisão” é usado com o sentido da atividade de fiscalização ampla dos comportamentos dos agentes do mercado de valores mobiliários (Cf. Art. 26, Resolução CVM n.º 53/21). O TCU adota o termo “normatização do mercado” como toda a atividade de construção de arcabouço regulatório indutor do desenvolvimento do mercado de valores mobiliário brasileiro, abrangendo resoluções, instruções, pareceres de orientação, deliberações e audiências públicas prévias. O termo “sanção ao mercado” é identificado pelo TCU como aquele em que as superintendências responsáveis pela atividade de supervisão direta do mercado e de seus participantes instauram processo sancionador e

formulam termo de acusação contra supostos infratores da legislação do mercado de valores mobiliários, consoante Resolução CVM n.º 45/2021, sempre que, por meio de investigação preliminar, encontrarem elementos suficientes de autoria e materialidade. A expressão "orientação ao mercado e à sociedade" se traduz em ações praticadas pela CVM no âmbito da supervisão, relativas a: expedição de ofícios-circulares, respostas às consultas formuladas, educação financeira e participação da CVM na promoção de diversos eventos, concursos, premiações e publicações com vistas a orientar à sociedade e o mercado.

2.11. O TCU constitui órgão de controle externo da CVM. Foi realizada a primeira auditoria integrada na Comissão de Valores Mobiliários pelo TCU, abrangendo o período, não contínuo e intermitente, entre 8/8/2018 e 8/11/2019, para fiscalização da atividade finalística da Autarquia, a partir da percepção, oriunda de outros processos no âmbito do TCU, de que poderia estar havendo insuficiência na atuação da CVM e de que não havia, até o momento, fiscalização da atividade finalística da entidade pelo órgão de controle externo. A auditoria marca o início de uma fiscalização mais apurada da CVM pelo TCU.

2.12. Nos termos do Art. 1º da Lei n.º 6.385, a CVM apresenta os seguintes setores no seu escopo de regulação: sociedades anônimas de capital aberto, fundos de investimento, administradores de carteira, ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, programas de BDR (*Brazilian Depositary Receipts*), plataformas eletrônicas de investimento participativo (*crowdfunding*), assessores de investimento, auditores independentes, agências de classificação de risco (*rating*), investidores não residentes, clubes de investimento, cooperativas de crédito. Sob a ótica da análise da atividade econômica e na forma do Art. 2º da Lei n.º 6.385, a regulação CVM recai sobre "valores mobiliários". O conceito de valor mobiliário não está previsto em Lei, mas é essencial para delimitação do objeto de regulação da CVM, pois se um determinado título for considerado valor mobiliário, sua emissão e negociação públicas passam a estar sujeitas às normas e fiscalização da CVM. O conceito de valor mobiliário, que a Lei evitou, possui caráter instrumental, pois se presta a estabelecer o campo de incidência da norma regulatória e não a definir um conceito fechado para o instrumento financeiro. Há tendência da CVM em conceituar valor mobiliário a partir de uma finalidade de tutela do investidor e da garantia da eficiência dos mecanismos de mercado. Segundo a

jurisprudência da CVM, são pressupostos de valor mobiliários*:* (i) a existência de um investimento; (ii) a formalização do investimento em um título ou contrato, pouco importando, contudo, a natureza jurídica do instrumento ou do conjunto de instrumentos adotados; (iii) o caráter coletivo do investimento; (iv) o direito, decorrente do investimento, a alguma forma de remuneração; (v) que essa remuneração tenha origem nos esforços do empreendedor ou de terceiros que não o investidor; e (vi) que os títulos ou contratos sejam objeto de oferta pública. Com relação aos derivativos, sobretudo com aqueles de lastro em valores não mobiliários, o conceito de valores mobiliários ganha ainda maior complexidade, pois se distância do conceito geral tradicionalmente construído.

2.13. A Lei n.º 6.385/76 instituiu a Comissão de Valores Mobiliários, regulando a emissão e distribuição desses valores, a negociação e intermediação no mercado, a organização, o funcionamento e as operações das bolsas de valores, entre outras atividades correlatas. Entre suas alterações mais significativas, destacam-se a edição da Lei n.º 9.457/1997, Lei n.º 10.303/2001 e Lei n.º 10.411/2002. A Lei n.º 6.404/1976 dispõe sobre as Sociedades por Ações e foi editada com o objetivo de criar a estrutura jurídica necessária ao fortalecimento do mercado de valores mobiliários, tido, à época, como imprescindível à sobrevivência da companhia privada. Em matéria sancionatória, a Lei n.º 13.506/2017 dispõe sobre o processo administrativo sancionador (PAS) na esfera de atuação do Banco Central do Brasil e da Comissão de Valores Mobiliários; e disciplina, entre outros aspectos, as infrações, penalidades, medidas coercitivas, acordo administrativo em processo de supervisão, meios alternativos de solução de controvérsias aplicáveis aos participantes do mercado de valores mobiliários, além de descrever o rito processual a ser observado nos processos administrativos sancionadores, no âmbito da CVM. As Resoluções CVM n.º 45/21 e 47/21 regulamentam a Lei n.º 13.506 no âmbito da CVM. Com relação ao Direito Administrativo Sancionador no âmbito da CVM, as regras materiais regulatórias estão previstas em Resoluções editadas para cada setor, são eles: a) Companhias, b) Fundos de Investimento; c) Carteira Administrada; d) Corretoras de Títulos Mobiliários (CTVMs) e as Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários (DTVMs); e) Analista de Valores Mobiliários; f) Assessor de Investimentos; g) Consultor de Valores Mobiliários; h) Auditor Independente; i) Agência Classificadora de Risco de Crédito (Rating); j) Clubes de Investimento.

Capítulo 3 – **Direito Administrativo Sancionador Regulatório.**

3.1. A regulação independente impulsionou o desenvolvimento de uma categoria autônoma de atividade administrativa com sua finalidade própria: o Direito Administrativo Regulatório, que por sua vez fez desenvolver a atividade administrativa sancionadora e subjacente à demanda pelo cumprimento das normas de regulação, o Direito Administrativo Sancionador Regulatório. As peculiaridades do próprio campo sancionador da regulação fazem questionar o modelo sancionador tradicional, a partir da proposição de novas abordagens interpretativas para o papel da sanção no contexto da regulação, privilegiando-se sua função instrumental (em substituição à abordagem de última *ratio* da esfera administrativa), com vistas a consecução do interesse público previsto para o determinado setor e do princípio da eficiência. A introdução da consensualidade no âmbito da Administração Pública, e mais precisamente como disciplina normativa de substituição da sanção, impulsionou, no campo teórico, o desenvolvimento da releitura do papel do Poder Público na esfera privada, bem como dos instrumentos que possui para proceder com a intervenção estatal, tornando imprescindível analisar conceitos de teoria do Direito Administrativo como legalidade, prerrogativas e controle dos acordos substitutivos da sanção.

3.2. Importante considerar aspectos peculiares da atividade sancionadora regulatória para diferenciá-la da atividade sancionadora administrativa e com a finalidade de direcionar o estudo específico do Direito Administrativo Sancionador Regulatório. Pontuam-se três aspectos: (i) caráter instrumental e finalístico; (ii) estrutura regulatória: obrigação de governança e eficiência; e (iii) característica da regulação estatal: setorial e descentralizada. Com maior ênfase, no campo do Direito Administrativo Sancionador Regulatório, a sanção não é um fim em si mesmo, mas um instrumento a serviço da Administração Pública disponível para consecução das finalidades regulatórias. Nesta seara, não é adequada a afirmação de que a sanção administrativa constitui um poder-dever implícito extraído do conjunto de competências da Administração Pública, como uma resposta automática em hipótese de descumprimento da norma ou em decorrência do princípio da supremacia do interesse público sobre o privado. Tais concepções retiram da sanção seu caráter instrumental e finalístico e deformam a dinâmica da regulação estatal. A exigência de adoção de técnicas da Administração Pública Gerencial e de governança no âmbito dos entes de regulação, é condição indispensável para viabilizar um modelo regulatório sancionador finalístico e instrumental, baseado na adoção inteligente de técnicas de dissuasão e persuasão pelo Administrador Público para

adequação da conduta dos regulados às finalidades regulatórias. O uso instrumental e finalístico da sanção como técnica de regulação demanda uma estrutura regulatória organizada, que conheça as finalidades da regulação, os instrumentos disponíveis ao regulador para execução da regulação e monitore de forma permanente os resultados da adoção desses instrumentos e da regulação, propiciando a realização da necessária e prévia análise retrospectiva das sanções já aplicadas e prognostica das sanções a serem aplicadas, avaliando constantemente a aptidão das diferentes ferramentas disponíveis ao regulador para obter a conformação do regulado ao ambiente regulatório, com maior eficiência e eficácia. Sob uma perspectiva regulatória, destaca-se que, dentro de cada ordenamento setorial da regulação independente, as matérias se diversificam refletindo regulações bastante distintas entre si. Na ausência de um ordenamento único de Direito Administrativo Sancionador Regulatório organizado, cada ordenamento setorial não só descreve seus tipos próprios tipo, como cria quase que um ordenamento completo contemplando normas processuais, procedimentais, de aplicação da norma, condições de autoria, culpabilidade, prescrição, consensualidade, etc.

3.3. Há importantes diferenças entre as finalidades do Direito Penal e do Direito Administrativo Sancionador (DAS). A finalidade principal do Direito Penal é a retribuição ao ofensor com um castigo pela lesão a bens jurídicos considerados caros à sociedade. A finalidade principal do DAS é a prevenção de condutas que possam gerar danos ao setor, à busca da conformação da conduta dos particulares para alinhá-la aos interesses público, social e econômico definidos no ordenamento jurídico e na política setorial subjacente. Como consequência, a sanção, em cada seara do Direito, assume finalidade e justificativa diversa, o que impõe a necessidade de redirecionamento da abordagem principiológica do Direito Administrativo Sancionador. Destacam-se também diferentes funções da sanção no Direito Penal e no DAS. No Direito Penal a sanção caracteriza-se como última *ratio,* pela busca da cessação do dano e da conduta danosa. No DAS a sanção é instrumento de gestão regulatória entre outros disponíveis ao gestor público para consecução do interesse público subjacente, para prevenir condutas danosas e alinhar os regulados ao ambiente de cooperação com as finalidades da regulação. Esta diferença ancora uma dinâmica de interpretação, aplicação e justificação da sanção muito diferente nas duas esferas do Direito, exigindo cada qual o desenvolvimento de uma teoria compatível. A aplicação dos princípios de Direito Penal ao Direito Administrativo

Sancionador deve ocorrer com matizes e justificada em razão da diferença entre as funções e finalidades das sanções aplicadas em cada esfera do Direito.

3.4. Para compreensão do DAS parte-se da análise da mutação dos seus elementos estruturais: sanção; potestade administrativa sancionatória e infração. *Sanção.* A tarefa primeira da Administração Pública é a de gestão (e defesa) dos interesses públicos e gerais e, neste contexto, a sanção, no âmbito do Direito Administrativo Sancionador, assume um caráter instrumental, destina-se à prevenção de condutas que possam gerar danos, sem, contudo, distanciar-se da sua qualidade de ser o meio potencialmente mais incisivo de ingerência da Administração sobre a esfera privada. A ameaça da sanção administrativa é dissuasória e trata de impedir a adoção de meios que possam provocar um resultado, prevenir a possibilidade de que se produzam resultados danosos. Assim, o risco, e não o dano, passa a ser o elemento central da sanção administrativa. *Potestade administrativa sancionatória*. O Direito Administrativo Sancionador é parte do Direito Administrativo, enraizado no Direito Público, configurando a potestade administrativa sancionadora um anexo à potestade da Administração Pública para consecução da finalidade de gestão dos interesses públicos. A justificativa teórica para que a Administração exerça sua potestade administrativa sancionatória reside na função do Estado-Administrador para consecução de interesses públicos relevantes, no caráter instrumental da sanção administrativa e no sentido que ela assume, visando estruturar, de forma prospectiva, um sistema de incentivos a comportamentos socialmente úteis. *Infração*. O objeto do Direito Administrativo Sancionador repousa sobre um ilícito específico, a infração administrativa, para a qual a lei atribui uma sanção. A norma administrativa sancionadora foca diretamente na ação antijurídica que implica em um risco (e não no fato antijurídico), pois a finalidade não é de castigar a lesão, mas prevenir a possibilidade de que ela se produza, via adoção de meio idôneos dissuasórios ou, quando necessário, repressivos. A característica da infração administrativa torna o campo de exercício da atividade sancionadora administrativa eminentemente prospectivo, na medida em que prevenir riscos e frear ações indesejadas impõe um olhar essencialmente consequencialista a respeito da aplicação das sanções administrativas, eminentemente dissuasório.

3.5. Os princípios do Direito Administrativo Sancionador Brasileiro são de ordem constitucional e sua acepção sofreu impacto com a expansão do Direito

Administrativo Regulatório Sancionador, que coloca em cheque o modelo sancionador tradicional e passa a demandar uma melhor compreensão dos princípios, do sistema sancionador e do seu funcionamento, propondo novas abordagens interpretativas para a função da sanção no bojo da regulação, ressaltando-se uma abordagem instrumental com o objetivo de obter maior eficiência da tutela dos interesses públicos. Os princípios que recaem sobre o Direito Administrativo Sancionador se depreendem dos princípios estruturantes do Estado de Direito e da República, inscritos no Artigo 1º da Constituição Federal, construídos a partir de regimes de direitos e garantias fundamentais e da base principiológica constitutiva do Direito Administrativo. No Direito Administrativo Sancionador, o princípio da legalidade se aplica, mas permite margem de discricionariedade administrativa. Mostra-se relevante a análise das peculiaridades relativas à reserva de lei e à tipicidade. É preciso reconhecer uma reserva de lei relativa e material para definição de infrações e sanções. Essa reserva é compatível com a edição de leis de densidades normativas diversas, mas exige, no mínimo, habilitação legal explícita e remissão legal suficiente. A exigência de tipificação da norma sancionadora é uma exigência de segurança jurídica e se materializa na suficiência de informações do tipo, capaz de permitir ao administrado conhecer, de antemão, as consequências jurídicas de suas condutas, ou seja, a partir da leitura da norma, o cidadão deve poder compreender se uma determinada conduta constitui infração, bem assim, saber qual seria a resposta punitiva àquela infração.

3.6. A reformulação de conceitos clássicos e importantes do Direito Administrativo Sancionador, como: interpretação do princípio da legalidade, compreensão da instrumentalidade da dinâmica sancionatória e da sanção, interpretação do Direito Administrativo Sancionador a partir da matriz do Direito Público Administrativo com suas finalidades e funções que lhes são próprias e construção de um discurso coerente para interpretação, aplicação e justificação do Direito Administrativo Sancionador; impulsionadas por um panorama real que indica uma nova relação entre público e privado, incluindo adoção de modelos de contratação pública mais paritários, adoção de técnicas negociais de composição de conflitos, de gestão mais afinada com resultados (e não com o processo) e adoção de instrumentos de participação pública para tomada de decisões; não se coadunam com a cultura repressiva da Administração Pública típica do Estado Liberal e da regulação por comando e controle. Estatísticas apontam o desempenho negativo da regulação por comando e controle, com ênfase na punição e no

exercício da competência sancionatória, a partir da constatação da ausência de efetividade das sanções. Revela-se um esgotamento do modelo de comando e controle, seja em decorrência de se mostrar incompatível com a necessária instrumentalidade da atividade sancionatória regulatória estatal no âmbito da gestão regulatória, seja em razão do desejo de superação de um modelo que representa uma Administração Pública de viés excessivamente repressivo que se pretende superar, fatos que ensejaram grande abertura para outras abordagens regulatórias na busca de resultados. O debate nacional é impulsionado pelo grande debate no cenário internacional sobre racionalização da atuação administrativa. Ao longo de anos, a OCDE promove estudos e diálogos sobre propostas e incentivos à adoção de reformas e de implementação de boas práticas regulatórias que incluam, entre outras medidas: planejamento, melhor direcionamento da fiscalização, maior diálogo com os regulados, prevenção da corrupção e estratégias de governança interna.

*Capítulo 4 – **A teoria da regulação responsiva.***

4.1. Considerados os resultados negativos resultantes da adoção da técnica regulatória repressiva, calcada na excessiva produção de regras sobre as condutas dos regulados e na punição excessiva em caso de descumprimentos, associada à baixa eficácia da execução das multas, frustrando as finalidades da regulação, ganha relevo o debate sobre regulação *versus* desregulação.

4.2. Contextualizada no debate sobre regulação *versus* desregulação, emerge a teoria da regulação responsiva como forma de regulação que não se revela nem excessivamente punitivista, nem implica em desresregulação. A regulação responsiva pretende ocupar o espaço formado pela interseção entre regulação estatal e autorregulação, indicando que a junção destas duas esferas regulatórias indicaria uma oportunidade de construção de uma estratégia de regulação dialogada e dinâmica. A teoria da regulação responsiva passa a ser concebida como uma estratégia de governança do mercado, enfatizando que se as medidas de regulação estatal estiverem em consonância com as medidas de autorregulação internalizadas no setor privado, em normas corporativas, estas normas privadas integrarão o processo de produção da regulação e poderão também influenciar as normas estatais, criando uma sinergia que gera maior aderência do comportamento empresarial às prescrições normativas. Para a regulação responsiva é de suma relevância na fixação da dinâmica regulatória a análise das motivações do regulado, considerado este com suas diversas dimensões de racionalidade: econômica, ética, responsáveis por seus negócios, preocupados com o respeito às leis. A

atividade de *enforcement* no âmbito da regulação responsiva é dinâmica e concebida como uma técnica de gestão regulatória, alternando técnicas de incentivo e repressão, cuja escolha de um ou outro método depende da análise de inúmeras variáveis aferidas no caso concreto (como o comportamento específico do regulado, a análise prospectiva das medidas aplicadas pelo regulador e a análise dos resultados da intervenção estatal em outros casos com vistas a obtenção do melhor resultado regulatório) e objetiva a consecução das finalidades regulatórias e a conformação de condutas dos regulados de forma eficiente e eficaz. A regulação responsiva propõe uma atuação estatal contínua a procura de novas estratégias, retroalimentada a partir dos insucessos recorrentes de práticas regulatórias já aplicadas, para construção de novos instrumentos e decisões.

4.3. São nove os princípios da regulação responsiva. Os princípios revelam a necessidade de comunicação eficiente e a análise do contexto pelo regulador como pontos centrais para fixação da dinâmica da regulação e para a escolha das estratégias de retaliação equivalente. A partir da análise dos princípios, conclui-se pela necessidade de desenvolvimento de estrutura de governança, monitoramento e comunicação: imprescindibilidade da criação de estrutura de cooperação capaz de ouvir a perspectiva dos regulados e considerá-la no processo de tomada de decisões, como na criação e estruturação de normas e para estimular núcleos de autorregulação com a criação e confecção de regras privadas, de sistema de governança interna, de monitoramento, auxiliando no desenvolvimento destas estruturas. A estrutura de comunicação eficiente entre regulador e regulado também se presta para o regulador transmitir os objetivos e necessidades da regulação de forma a engajar corretamente os regulados a um ambiente de conformidade, tendo a sanção como último recurso reservado apenas àqueles que optam deliberadamente pelo descumprimento da regra.

4.4. As características da atuação do regulador responsivo são: inovação na resposta estatal; adoção da técnica "*tif-for-tat*" (retaliação equivalente); criação de ambiente cooperativo; estratégia dinâmica de resposta: estrutura piramidal; e comunicação eficiente.

4.5. As pirâmides regulatórias são representações simplificadas que condensam as principais características e pressupostos da regulação responsiva e fornecem um meio prático para melhorar o *enforcement*. As imagens das pirâmides sintetizam os pressupostos e características principais do agir do regulador responsivo. Apresentam-se as pirâmides regulatórias: pirâmide de estratégias regulatórias; pirâmide de constrangimento; pirâmide de perfis dos regulados; pirâmide de finalidades

regulatórias; pirâmide de regulação em rede; e diamante regulatório (com duas pirâmides: aspiracional e de conformidade).

4.6. A pirâmide de estratégias regulatórias abrange técnicas de autorregulação voluntária, autorregulação forçada, sanções discricionárias e sanções vinculadas, reservando espaço adequado às respectivas técnicas. A regulação, autorregulação, técnicas de aplicação de sanção discricionária e técnicas de aplicação de sanção vinculadas compõem estratégias interligadas, essenciais e inseparáveis na perspectiva da regulação responsiva.

Capítulo 5 – **A atividade sancionadora da CVM à luz da regulação responsiva**.

5.1. A transição de um modelo regulatório tradicional e historicamente impregnado pela técnica de comando e controle para um modelo orientado à regulação responsiva exige que a Administração Pública modifique sua perspectiva regulatória, a começar pelo abandono à máxima controle-sanção e à dicotomia punir *versus* não punir. Deve-se compreender como adaptar a aplicação da sistemática regulatória responsiva, mais flexível e adaptativa, à um ordenamento jurídico de matriz legalista, e como compatibilizá-lo com os princípios da legalidade, impessoalidade e isonomia. Por fim, adverte-se que a dinâmica da regulação responsiva pressupõe estrutura regulatória que inclui governança interna de modo a estruturar competências, processos, tomadas de decisão e prestação de contas do ente regulador, sistema de identificação e gerenciamento de riscos do setor, consultas públicas, estrutura para comunicação eficiente, realização de AIR.

5.2. Aspectos da técnica, lógica, paradigma e linguagem típica regulatória responsiva constitui uma realidade para a CVM e permeiam diversas ordens de textos e raciocínio regulatório no âmbito do mercado de valores mobiliários. Todavia, a transição de modelo regulatório demanda uma alteração expressa, coerente e formal de estratégia por parte da Autarquia, exigindo que se defina, em primeiro, qual modelo teórico será seguido, de maneira uniforme, e, em seguida, requer que a Autarquia e seus agentes revejam sua compreensão sobre regulação, estratégias regulatórias, mentalidade regulatória, processo regulatório e estrutura regulatória. É necessária também a organização do arcabouço legislativo-intepretativo capaz de compatibilizar a atuação do regulador sob nova matriz lógica com a legislação vigente e com a Constituição Federal, a fim de conferir congruência e coerência ao ordenamento jurídico e garantir segurança jurídica.

5.3. São apresentadas a pirâmides de estratégias regulatórias (*Pyramid of Regulatory Strategies)*; *a* pirâmide de constrangimentos *(Enforcement Pyramid)*; e o diamante regulatório (com duas pirâmides: aspiracional e de conformidade), especialmente desenhados para a regulação dos fundos de investimentos brasileiro. A competência regulatória da CVM recai sobre apuração de infrações administrativas cometidas contra o mercado de valores mobiliários. Contudo, é possível que, no âmbito da consensualidade, sejam tratadas as além das infrações de natureza administrativa, as de natureza civil e criminal no âmbito da própria CVM, desde que respeitados, no primeiro caso, as exigências do Art. 85 da Resolução CVM n.º 45/2021 e, no segundo caso, as exigências do Art. 28-A do Código de Processo Penal.

5.4. Adota-se o termo "microssistema legislativo sancionador regulatório" para designar o conjunto de leis e regulamentos relevantes e incidentes diretamente sobre a atividade sancionadora de regulação CVM, formando um sistema menor dentro do sistema legal, integrado pela seguinte legislação: Lei n.º 13.848/2019, Lei n.º 9.784/1999, Decreto n.º 4.657/1942, Lei n.º 13.874/2019, Decreto Federal n.º 10.411/2020, Lei 9.986/2000, Decreto n.º 9.203/2017, além das leis específicas incidentes sobre o mercado de valores mobiliários: Lei n.º 6.385/1976, Lei n.º 13.506/2017, Resolução CVM n.º 24/2021, Resolução CVM n.º 67/2022, Resolução n.º 45/2022 e Resolução n.º 175/2022. O microssistema legislativo sancionador regulatório brasileiro comporta princípios, regras e dispositivos que se alinham com as diretrizes da teoria da regulação responsiva, contemplando, com grande relevo, os princípios da eficiência, interesse público, finalidade, celeridade, motivação, transparência, publicidade e proporcionalidade. A partir da organização legislativa, compreende-se o princípio da legalidade incidente sobre a atividade sancionadora regulatória sob uma perspectiva mais finalista, instrumental, flexível, consequencialista, capaz de legitimar o fortalecimento da autonomia administrativa dos entes de regulação e atribuir maior discricionariedade ao regulador na elaboração e na interpretação das normas. A partir da interação das leis em um microssistema sancionador regulatório, observa-se que a legitimidade das decisões resulta, em grande medida, da participação social na sua elaboração, da motivação, da publicidade e da transparência dos atos e do processo administrativo sancionador.

5.5. Entende-se viável a aplicação da dinâmica de subida e descida na pirâmide de constrangimentos no âmbito da regulação CVM; sob a interpretação da legislação sancionadora vigente, considerando: (i) a dinâmica dialogada do processo administrativo sancionador com previsão legal de inúmeras oportunidade processuais de

diálogo entre regulador e regulado, (ii) a construção de tipos e conceitos legais abrangentes, (iii) a atribuição de maior discricionariedade ao regulador para tipificação dos ilícitos, (iv) a atribuição de maior discricionariedade ao regulador para decisão sobre a instauração ou não de processo administrativo sancionador (v) a ampliação e desenvolvimento da consensualidade, (vi) a análise da proporcionaliade das medidas administrativas impostas, (vi) o "juízo de prognose" sobre as consequências das medidas e/ou sanções administrativas cogitadas no caso concreto; (vii) a viabilidade jurídica de consideração de alternativas de respostas estatais à infração; (vii) a necessária análise e relevância das circuntâncias práticas que impuseram, limitaram ou condicionaram a ação do regulado; (vii) na imposição da sanção, a necessária consideração da natureza e gravidade da infração cometida, bem assim dos danos que dela provierem e das circunstâncias agravantes ou atenuantes e os antecedentes do regulado. O arcabouço normativo sancionador disponível à CVM permite flexibilização na construção da resposta estatal diante de cada caso concreto de violação da norma administrativa, revelando-se compatível com a estratégia de aplicação da resposta estatal denominada *tit for tat*, típica da regulação responsiva, que equivale a uma técnica de retaliação equivalente e dinâmica, com o objetivo de busca pela construção de um ambiente de cooperação mutuamente benéfico. Sob a perspectiva da regulação responsiva, no processo de tomada de decisão, a CVM deve respeitar: a regra de decisão colegiada, a regra da motivação clara, objetiva e completa e a regra da transparência e publicidade. Resta imprescindível também, sob a perspeciva regulatoria responsiva que a CVM se estruture de forma organizada, dispondo de "governança regulatória", com os necessários instrumentos de: legitimidade, eficiência e *accountability*.

5.6. A Lei Geral das Agências Reguladoras Federais uniformizou questões essenciais ao exercício da regulação dentre os quais: fortalecimento da autonomia administrativa das agências reguladoras; consolidação da atividade administrativa regulatória submetida à proporcionalidade e ao atendimento do interesse público; institucionalização do dever de fundamentação ampla no exercício da atividade regulatória; generalização das exigências de adoção prévia dos resultados obtidos em análise de impacto regulatório para a expedição de normativos; solidificação do princípio da decisão colegiada: ampliação dos recursos de transparência e participação em processos decisórios; perfilhamento do regime de prestação de contas e controle social dos atos do regulador; disposição sobre as formas de interação institucional entre reguladores e CADE, entre agência de regulação federais, entre agências e entes de defesa

do consumidor e do meio ambiente e entre agências de regulação dos diversos entes federativos. A governança regulatória imposta pela Lei n.º 13.848 vincula a CVM e é imprescindível para a atuação regulatória responsiva. Avalia-se se a CVM é cumpridora desta Lei.

5.7. A teoria da regulação responsiva consagra um modelo adaptativo que conjuga incentivos intrínsecos e extrínsecos, interrelacionando as técnicas e instrumentos regulatórios para obtenção da melhor resposta estatal perante o não cumprimento da norma, objetivando obter a conformidade do agente regulado e do próprio mercado aos objetivos da regulação, em benefício da sociedade. A dinâmica da regulação responsiva pressupõe margem de discricionariedade na atuação normativa, na interpretação e na aplicação da norma por parte do Administrador Público. Após análise, sustenta-se a compatibilidade do princípio da isonomia, impessoalidade e legalidade incidentes sobre o Direito Sancionador Regulatório, com a dinâmica regulatória responsiva. A transição de modelo regulatório demanda uma alteração expressa, coerente e formal de estratégia por parte da CVM. Exige-se, em primeiro, que a Autarquia tome a decisão pela adoção da regulação responsiva, de maneira uniforme. Após, torna-se necessária a organização do arcabouço legislativo-intepretativo capaz de compatibilizar a atuação do regulador sob nova matriz lógica com a legislação vigente e com a Constituição Federal, a fim de conferir congruência e coerência ao ordenamento jurídico e garantir a segurança jurídica. Finalmente, é necessário que seus agentes revejam sua compreensão sobre regulação, estratégias regulatórias, mentalidade regulatória, processo regulatório e estrutura regulatória.

BIBLIOGRAFIA

ABRÃO, Carlos Henrique. Processo Sancionador: Banco Central e CVM – Lei 13.506/2017. Carlos Henrique Abrão, Erinides Aparecida Rodrigues dos Santos, Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa e Rachel Sztajn. São Paulo: Editora Iasp. 2018.

ANBIMA - Associação Brasileira de Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/autorregular/servicos/habilitacao-de-administradores-de-carteira.htm. Acesso em: 24 de março de 2023.

ANDREZO, Andrea Fernandes, e LIMA, Iran Siqueira. Mercado Financeiro: Aspectos Históricos e Conceituais. São Paulo: Thomson Learnig. 2002.

ARAGÃO, Alexandre Santos de. Agências reguladoras e a evolução do direito administrativo econômico. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2004.

ARAGÃO, Alexandre Santos de. "O Princípio da Proporcionalidade no Direito Econômico". Revista de Direito da Procuradoria-Geral do Estado do Rio de Janeiro, vol I. 2002.

ARANHA, Marcio Iorio; LOPES, Othon de Azevedo; VIEIRA, Vânia Lucia Ribeiro; e FEITOSA, Fernando Barbelli. *Estudo sobre abordagem comando-e-controle e teorias da regulação apoiadas em incentivos, com ênfase na regulação responsiva e seus fundamentos, inclusive o desenho das pirâmides responsivas, bem como sua aplicação direta no setor aéreo, in: Núcleo de Direito Setorial e Regulatório da Faculdade de Direito UnB. Brasília. 23 de março de 2021, pp. 17-18.* Disponível em: https://www.gov.br/anac/pt-br/assuntos/regulacao-responsiva/RRANACUnB_Relatorio_RR_01.pdf. Acesso em: 18 de maio de 2023.

ARANHA, Marcio Iorio, LOPES, Othon de Azevedo. Estudo sobre Teorias Jurídicas da Regulação apoiadas em incentivos. Centro de Políticas, Direito, Economia e Tecnologias das Comunicações da UnB, Brasília, 2019.

ARANHA, Marcio Iorio. Manual de Direito Regulatório: Fundamentos de Direito Regulatório. 5ª ed. ed. Londres: Laccademia Publishing, 2019.

ARAUJO, Danilo Borges dos Santos Gomes de (org). Regulação brasileira no mercado de capitais. São Paulo: saraiva. 2015.

ARKELOF, George A. *The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism. The Quarterly Journal of Economics***.** Vol. 84, n. 3, aug. 1970, p. 488-500. Disponível em: https://www.jstor.org/stable/1879431. Acesso em: 17 de mar. de 2023.

PINHEIRO, Armando Castelar, **SADDI,** Jairo. Direito, Economia e Mercados. Rio de Janeiro: Elsevier. 2005.

AYRES, Ian; **BRAITHWAITE**, Jonh. Responsive Regulation: Transcending the Deregulation Debate. Oxford: Oxford University Press, 1992 Disponível em: http://johnbraithwaite.com/wp-content/uploads/2016/06/Responsive-Regulation-Transce.pdf. Acesso em: 23 de maio de 2023

BACHELDER, Joseph. *Claudbacks under Dodd-Frank and Other Federal Institutes.* 2011. Disponível em: https://corpgov.law.harvard.edu/2011/06/09/clawbacks-under-dodd-frank-and-other-federal-statutes/. Acesso em: 2/out/2023.

BAGNOLI, Vicente. **Direito econômico.** 2. ed. São Paulo: Atlas, 2006.

BALDWIN, R.; CAVE, M.; LODGE, M. *Understanding Regulation: Theory, Strategy and Practice*. Second. ed. Oxford: Oxford University Press, 2012
BAGNOLI, Vicente. Direito econômico. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2006

BALDWIN, Robert; BLACK, Julia. Really Responsive Regulation. LSE Law, Society and Economy Working Papers, Londres, v. 15, p. 1-47, 2007.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/sandbox

BARROS, Marcos de Souza. Tempo de Desenvolvimento e Oportunidades. *In*: BARCELLOS, Marta. Histórias do Mercado de Capitais no Brasil: depoimentos inéditos de personalidades que marcaram a trajetória da bolsa de valores do país. Rio de Janeiro: Alta Books. 2018.

BARROSO, Luís Roberto. Agências Reguladoras. 2003. Disponível em: https://www.migalhas.com.br/depeso/1007/agencias-reguladoras. Acesso em: 4 de abril de 2023.

BASTOS, Celso Ribeiro. Curso de direito econômico. São Paulo: Celso Bastos Editor, 2003.

BINENBOJM, Gustavo. Agências Reguladoras Independentes e Democracia no Brasil. In BINENBOJM, Gustavo (Coord.). Agências Reguladoras e Democracia. Rio de Janeiro: Editora Lumen Juris, 2006.

BINENBOJM, Gustavo. Poder de polícia, ordenação, regulação: transformações político-jurídicas, econômicas e institucionais do direito administrativo ordenador. Belo Horizonte: Fórum, 2017.

BLACK, Julia. *Decentring regulation: understanding the role of regulation and self-regulation in a 'post-regulatory' world. Current Legal Problems*, 54, February 2001, p. 106. Disponível em: https://www.researchgate.net/publication/30527050_Decentring_Regulation_Understanding_the_Role_of_Regulation_and_Self-Regulation_in_a_'Post-Regulatory'_World >. Acesso em: 18 de maio de 2023.

BERSTEIN, Peter L. Desafio aos Deuses: a fascinante história do risco, tradução Ivo Korytowski. Rio de Janeiro: Alta Books. 2018.

BOTTINI, Pierpaolo Cruz; **BADARÓ,** Gustavo Henrique Righi Ivahy. Lavagem de dinheiro: aspectos penais e processuais penais. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2012.

BOUDEWIJN BOUCKAERT, GERRIT de GEEST (eds.). *Enciclopedia of Law and Economics*, v.3. Chelteham: Edward Elgar Publishing Limited, 2001.

BRAITHWAITE, Jonh. Responsive Regulation and Developing Economies. World Development, v. 34, n. 5, p. 887, 2006. http://johnbraithwaite.com/wp-content/uploads/2016/03/Responsive_Regulation_2006.pdf. Acesso em: 30 de maio de 2023.

BRAITHWAITE, John. Restorative Justice & Responsive Regulation. Oxford: Oxford University Press, 2002. Disponível em: http://johnbraithwaite.com/wp-content/uploads/2019/02/Restorative-Justice-and-Responsive-regulation-book.pdf. Acesso em: 26 de maio de 2023.

BRAITHWAITE, Jonh. *The Essence of Responsive Regulation.* UBC Law Review. Ver. 475. 2011, p. 476. Disponível em: http://johnbraithwaite.com/wp-content/uploads/2016/03/essence_responsive_regulation.pdf. Acesso em: 24 de maio de 2023.

BRAITHWAITE, John. *To Punish or Persuade: Enforcement of Coal Mine Safety*. Albany: State University of New York Press, 1985. Disponível em: http://johnbraithwaite.com/wp-content/uploads/2016/06/To-Punish-or-Persuade-Enforce.pdf. Acesso em: 26 de maio de 2023.

BRESSER PEREIRA, Luiz Carlos; SPINK, Peter (orgs.). Reforma do estado e administração pública gerencial. São Paulo: FGV, 2005.

BURRIS, Scott; **DRAHOS**, Peter**; SHEARING**, Clifford. Nodal Governance. Published Version Available at 30 Australian Journal of Legal Philosophy 30 (2005). Temple Law School Working Papers, pp. 1-44. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=760928. Acesso em: 30 de maio de 2023.

BUSTAMANTE, Jorge Eduardo. *Desregulación entre el derecho y la economia*. Buenos Aires: Abeledo Perrot, 1993.

B3. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/b3/institucional/quem-somos/. Acesso em 11 de abril de 2022.
CALABRÓ, Luiz Felipe Amaral. Regulação e Auto-regulação no mercado de capitais. São Paulo: Almedina. 2011.

CÂMARA DOS DEPUTADOS. https://www2.camara.leg.br/legin/fed/medpro/2019/medidaprovisoria-881-30-abril-2019-788037-exposicaodemotivos-157846-pe.html.

CÂMARA, Jhacinto Arruda; GASPARI, Filipe Natal. Raízes da Regulação no Brasil, in: Revista de Direito da Administração Pública. Ano n.º 4, Volume 1, Edição n.º 1, jan/jun 2019. Rio de Janeiro: 2019.

CANOTILHO, Gomes. "Direito Constitucional e Teoria da Constituição". 5.ª Ed. Coimbra: Almedina, 2002.

CARDOSO, Henrique Ribeiro. Controle da Legitimidade da Atividade Normativa das Agências Reguladoras. Rio de Janeiro: Editora Lumen Juris, 2010.

CARVALHO, Fernando José Cardim de. Alta inflação e hiper-inflação: uma visão pós-Keynesiana. *In*: BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello, e BATISTA JÚNIOR, Paulo Nogueira. A Luta Pela Sobrevivência da Moeda Nacional: Ensaios em Homenagem a Dílson Funaro. São Paulo: Paz e Terra, 1992.

CARVALHO, Fernando José Cardim de. Inovação Financeira e Regulação Prudencial: da |Regulação de Liquidez aos Acordos de Basiléia. In: Sobreira, Rogério (org.). Regulação Financeira e Bancária. São Paulo: Atlas. 2005.

CARVALHO, Fernando José Cardim de. Alta inflação e hiper-inflação: uma visão pós-Keynesiana. *In*: BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello, e BATISTA JÚNIOR, Paulo Nogueira. A Luta Pela Sobrevivência da Moeda Nacional: Ensaios em Homenagem a Dílson Funaro**.** São Paulo: Paz e Terra, 1992.

CARVALHO, Vinícius Marques de. "Lei de Liberdade Econômica e seus impactos no Direito Brasileiro: regulação de *sandboxes"*, in: "Lei de Liberdade Econômica e seus impactos no Direito Brasileiro". Coord. SALOMÃO, Luis Felipe, CUEVA, Ricardo Villas Boas, FRAZÃO, Ana. São Paulo: Reuters Thomson, 2020.

CARVALHO FILHO, José dos Santos. Manual de direito administrativo. 23. ed., rev., ampl. e atual. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2010.

CARVALHOSA, Modesto e EIZIRIK, Nelson. A Nova Lei das Sociedades Anônimas. São Paulo: Saraiva.2002.

CASSESE, Sabino. "La nuova constutituzione econômica". Bari: Editora Laterza. 2017.

CHAVES, Mauro César Santiago. Regulação Responsiva e Agências Reguladoras Federais: recorte jurídico-institucional sob a perspectiva da Advocacia-Geral da União e do Poder Judiciário Federal. 2023. Monografia (Especialização em Controle da Desestatização e da Regulação) – Instituto Serzedello Corrêa, Escola Superior do Tribunal de Contas da União, Brasília/DF, 2023.

CHIAVENETO, I. Introdução à Teoria Geral da Administração. 10 ed. ed. São Paulo: Atlas, 2020.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2020/sdm0820_Chediak-Advogados.pdf. Acesso em 16/08/2022.

COMPARATO, Fabio Konder, Direito Empresarial – Estatutos e Pareceres. São Paulo: Saraiva. 1995.

CONTROLADORIA GERAL DA UNIÃO. Secretaria Federal de Controle. RELATÓRIO DE AVALIAÇÃO. Unidade Examinada: Agência Nacional de Telecomunicações – Anatel. Município/UF: Brasília/DF. Projeto e-aud nº: 817782. Disponível em:

Internohttps://eaud.cgu.gov.br/relatorios/?apenasAbertas=false&exibirColunaPendencias=false&apenasModificadasNosUltimos30Dias=false&colunaOrdenacao=dataPublicacao&direcaoOrdenacao=DESC&tamanhoPagina=15&offset=0&titulo=aud+817782&linhaAcao=2579&palavraChave=anatel&fixos=#lista. Acesso em: 06/09/2023.
CORAZZA, Gentil. Os Dilemas da Supervisão Bancária, in: SOBREIRA, Rogério (org.). Regulação Financeira e Bancária. São Paulo: Atlas. 2005. Disponível em: https://revistas.planejamento.rs.gov.br/index.php/indicadores/article/view/1659/2027. Acesso em: 24 de março de 2023.

COUTINHO FILHO, Augusto. Regulação "*Sandbox"* como instrumento regulatório no mercado de capitais: principais características e práticas internacionais. Revista de Digital de Direito Administrativo FDRP-USP. Disponível em: https://www.revistas.usp.br/rdda/article/view/141450.

CUELLAR, Leila; **MOREIRA**, Egon Bockmann. "Estudos de Direito Econômico". 2 v. Belo Horizonte: Fórum.2010.

CUNHA FILHO, Alexandre Jorge Carneiro da, RICCELLI, Roberto Ricomini, MACIEL, Renata Motta. "Lei da Liberdade Econômica Anotada", vol 2. São Paulo. Quartier Latin. 2020.

CYRINO, André Rodrigues. Direito Constitucional Regulatório – elementos para uma interpretação institucionalmente adequada da Constituição econômica brasileira - 2ª edição. Rio de Janeiro: 2018.

CYRINO, André. A Constituição Econômica e a Lei n.º 13.874/2019". *In:* SALOMÃO, Luis Felipe, CUEVA, Ricardo Villas Bôas, FRAZÃO, Ana**.** Lei de Liberdade Econômica e seus impactos sobre o direito brasileiro. 1.ª ed. coord.. São Paulo: Thomson Reuters Brasil. 2020, p. 199.

DAHL, Robert. Um prefácio à democracia. Tradução: Ruy Jungman. Rio de Janeiro: Zahar Editor. 1956

DI PIETRO, Maria Sylvia Zanella. Direito administrativo. 22. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

DIAS, Rodrigo Garrido. Panorama sobre a aplicação de penalidades administrativas em processos sancionadores no mercado de capitais. In: Coleção de Direito Administrativo Sancionador: Vol 3: Direito Administrativo Sancionador Regulatório. Coord. VORONOFF, Alice; PALMA, Juliana Bonacorsi de, TOLEDO, Renato. Rio de Janeiro: VEEJ, 2022.

DONAGGIO, Ângela. Regulação e Autoregulação do Mercado de Capitais Brasileiro, in: Regulação Brasileira do Mercado de Capitais. Organizador Danilo Borges do Santos Gomes de Araujo, São Paulo, Saraiva, 2015, p.178

EIZERIK, Nelson. Mercado de Capitais: Regime Jurídico. 4ª Ed. São Paulo: Quartier Latin. 2019.

EIZIRIK, Nelson. Regulação e Autorregulação no Mercado de Valores Mobiliários, in: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico, Financeiro, Nova Série, ano XXI, n.48, out-dez. 1982.

EIZIRIK, Nelson. Temas de Direito Societário. Rio de Janeiro: Renovar, 2005.

FERREIRA, Carlos Kawall Leal, **FREITAS,** Maria Cristina Penido de (Org). Transformações Institucionais dos Sistemas Financeiros: um estudo comparado, São Paulo: Edições Fundap. 1998

FINANTIAL STABILITY FORUM. *Principals for Sound Compensation Practices*. 2009. Disponível em: https://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_0904b.pdf.

FONSECA, Daniel Andrade. Comando e Controle Verus Regulação Responsiva no Setor de Telecomunicações. Disponível em: https://repositorio.enap.gov.br/bitstream/1/4104/1/Daniel%20Andrade%20Fonseca.pdf. Acesso em: 17 de abril de 2023.

FRANCO, Julia Damasco; GAMA, Frederico Calmon Nogueira da; SZMARAG, Vitor de Andrade. Processo Sancionador nos mercados financeiro e de capitais, coord. Gustavo Machado Gonzalez. São Paulo: Thomson Reuters Brasil. 2023.

FREITAS, Juarez. Discricionariedade Administrativa e o Direito Fundamental à Boa Administração Pública. São Paulo: Malheiros. 2007.

GUIMARÃES, Luís Gustavo Faria. Comentários sobre a Lei Geral de Agências Reguladoras. RBDP | Belo Horizonte, ano 18, n. 70, p. 85-115, jul./set. 2020, pp. 113-114. Disponível em: https://www.prefeitura.sp.gov.br/cidade/secretarias/upload/CEJUR%20-%20PGM/CEJUR%20Clipping/14%C2%AA%20Edi%C3%A7%C3%A3o/Artigos/5.pdf . acesso em: 3 de abril de 2023.

FRAZÃO, Ana. Liberdade econômica para quem? A necessidade de vinculação entre a liberdade de iniciativa e a justiça social, in: Lei de Liberdade Econômica e seus impactos no direito brasileiro, coord. SALOMÃO, Luis Felipe. CUEVA, Ricardo Villas Boas.

FRAZÃO, Ana. 1. Ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil. 2020.

GIAMBIAGI, Fabio e GARCIA, Marcio. Risco e Regulação: por que o Brasil enfrentou bem a crise e como ela afetou a economia mundial. Rio de Janeiro: Elsevier. 2010.

GOODHART, Charles A. E. e **SCHOEENMARKER**, Dirk. *Institucional Separation between Supervisory and Monetary Agencies.* Cambridge: The MIT Press. 1995.

GOODHEART, Charles A. E; **HAARTMAN,** Phillipp, **LLEWELLYN,** David; **ROJAS**, Suárez, **WEISBROD**, Steven. *Financial Regulation: Why, How and Where now*? London: Routledge. 1998.

GRAU, Eros. O Direito Posto e o Direito Pressuposto. São Paulo: Malheiros Editores. 1998.

GRABOSKY, Peter.; **BRAITHWAITE**, Jonh. *Of Manners Gentle: Enforcement Strategies of Australian Business Regulatory Agencies. Melbourne: Oxford Universit Press/Australian Institute of Criminology*, 1986, p. 16. Disponível em: http://johnbraithwaite.com/wp-content/uploads/2016/03/Of_Manners_Gentle.pdf>. Acesso em: 29 de maio de 2023.

GRECO, Luís. Dolo e gestão temerária (art. 4º, parágrafo único, lei 7.492/86). *In*: Boletim IBCCRIM, n. 229, dez. 2011.

GUERRA, Sérgio. Discricionaridade, regulação e reflexibilidade: uma nova teoria sobre as escolhas administrativas. 5ª ed. Belo Horizonte: Editora Fórum. 2018.

GUERRA, Sérgio. Regulação estatal sob a ótica da organização administrativa brasileira. Revista de Direito Público da Economia – RDPE, Belo Horizonte, ano 11, n. 44, p. 229-248, out./dez. 2013. Disponível em: https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/4239577/mod_resource/content/1/guerra%2C%20s%C3%A9rgio%20%20regula%C3%A7%C3%A3o%20estatal%20sob%20a%20%C3%B3tica%20da%20organiza%C3%A7%C3%A3o%20administrativa%20brasileira.pdf. Acesso em 3/9/2023.

HEALY, Judith, **BRAITHWAITE,** Jonh. Designing safer health care through responsive regulation. MJA. Volume 184. Number 10.15 May 2006, pp. 56-59. Disponível em: https://pubmed.ncbi.nlm.nih.gov/16719738/. Acesso em: 6 de junho de 2023.

HODGE, Graeme A; **WINDHOLZ**, Eric. Conceituando regulação social e econômica: implicações para agentes reguladores e para a atividade regulatória atual. Revista de Direito Administrativo, Rio de Janeiro, v. 264, p. 13-56, set./dez. 2013.
HULL, Jonh. The credit crush of 2007. What went wrong? Why? What lessons can be learned? Toronto: University of Toronto Press, 2008, p. 3. Disponível em: https://cs.uwaterloo.ca/~paforsyt/paper-securities-spillovers-pdf.pdf. Acesso em: 2/set/2023.

INTERNATIONAL FEDERATION OF ACCOUNTANTS (IFAC). Governance in the Public Sector: a governing body perspective. New York: IFAC, August 2001. (Study, n. 13). Disponível em: https://www.ifac.org/_flysystem/azure-private/publications/files/study-13-governance-in-th.pdf. Acesso em: 8/8/2023.

INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS – IOSCO. IOSCO Research Report on Financial Technologies (Fintech), p. 51. Madrid, 2017. Disponível em: https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD554.pdf. Acesso em 04/09/2023.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). Código das melhores práticas de governança corporativa.
5.ed. / Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. – São Paulo, SP: IBGC, 2015. 108p. ISBN 978-85-99645. Disponível em: https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/4382648/mod_resource/content/1/Livro_Codigo_Melhores_Praticas_GC.pdf. Acesso em: 8/8/2023.

Introductory Handbook for Understaking Regulatory Impact Analysis (RIA), OECD, 2008, p. 3. Disponível em: https://www.oecd.org/gov/regulatory-policy/44789472.pdf. Acesso em: 7/8/2023

IOSCO. *A Survey of Securities Market Risk Trends* 2014-2015, pp. 21-23. Disponível em: https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD516.pdf. Acesso em 23 de março de 2023.

JUSTEN FILHO, Marçal. Curso de direito administrativo. São Paulo: Saraiva, 2012.

JUSTEN FILHO, Marçal. O Direto das Agências Reguladoras Independentes. São Paulo: Dialética. 2002.

KOLIEB, Jonathan. *When to Punish, When to Persuade and When to Reward: Strengthening Responsive. Regulation with the Regulatory Diamond. Monash University* Law Review Vol. 41. 2015, pp. 136-172, p. 151. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2698498. Acesso em: 30 de maio de 2023.

KREGUEL, Jan. O novo Acordo de Basiléia pode ser bem sucedido naquilo em que o Acordo Original fracassou? Org. Ana Rosa Ribeiro de Mendonça. Campinas, SP: Unicamp. 2006.

LASTRA, Rosa Maria. *Central Banking and Banking Regulation. Financial market group*. Londres: Wilson Moss Limited, 1996.

LLEWELLYN, David. *The Economic Rational for Financial Regulation*. FSA Occasional Paper. 1999. Disponível em: https://www.fep.up.pt/disciplinas/pgaf924/PGAF/Texto_2_David_Llewellyn.pdf. Acesso em 17 de março de 2023.

LIMA, Gilberto Tadeu. Evolução Recente da Regulação Bancária no Brasil. In: SORREIRA, Rogério (org). Regulação Financeira e Bancária. São Paulo: Atlas. 2002.

LOPES, Othon de Azevedo. Fundamentos da Regulação. Rio de Janeiro: Editora Processo, 2018.

LORIA, Eli; **KALANSKY**, Daniel. Processo Sancionador e Mercado de Capitais III. Estudos de Casos e Tendencias, julgamentos da CVM. São Paulo: Quartier Latin. 2017.

LOZARDO, Ernesto. Derivativos no Brasil. Fundamentos e Práticas. São Paulo: Bolsa de Mercadorias e Futuros, 1998.

LYNCH, David. *Economic Grown and Financial sector development*. CBMF Paper n.10. Australia: *Centre for studies in Money, Banking of Finance, Macquirie University*, dez, 1994.

MACERA, Paulo Henrique. Reserva da Administração: delimitação conceitual e aplicabilidade no direito brasileiro, in: RDDA - Revista Digital de Direito Administrativo. Vol 1, n. 2, p. 333-376, 2014.

MACHADO, Santiago Munhoz. Servicio Público y mercado: los fundamentos. Madri: Civitas. 1998. Tomo I.

MARQUES, Maria Manual Leitão de, VITAL, Moreira. A Mão Visível: Estado e Regulação. Coimbra: Almedina. 2003.

MARQUES NETO, Floriano de Azevedo. Agências Reguladoras – Instrumentos do Fortalecimento do Estado. São Paulo: ABAR, 2003.

MARQUES NETO, Floriano de Azevedo, Egon Bockmann Moreira, Sérgio Guerra. "Dinâmica da Regulação: estudos de casos de jurisprudência brasileira – a convivência dos tribunais e órgãos de controle com agências reguladoras, autoridade de concorrência e livre iniciativa." 2ª Ed. Belo Horizonte: Fórum, 2021.

MARTINS, Ricardo Martins. Administração consensual à luz das alterações da LINDB: LINDB changes and consensual public administration. Revista de Direito Administrativo e Infraestrutura | RDAI, São Paulo: Thomson Reuters | Livraria RT, v. 4, n. 15, p. 287–294, 2020. Disponível em: https://rdai.com.br/index.php/rdai/article/view/321. Acesso em: 3 out. 2023.

MARTINS, Ricardo Martins. Teoria Constitucional das Empresas Estatais – 1ª. Parte: Constitutional theory of the state-owned enterprises - Part one. Revista de Direito Administrativo e Infraestrutura | RDAI, São Paulo: Thomson Reuters | Livraria RT, v. 4, n. 14, p. 211–262, 2020. DOI: 10.48143/RDAI.14.rmm. Disponível em: https://rdai.com.br/index.php/rdai/article/view/111. Acesso em: 3 set. 2023.

MARTINS, Ricardo Martins. Teoria constitucional das Empresas Estatais – 2ª. Parte: Constitutional theory of the state-owned enterprises – 2nd part. Revista de Direito Administrativo e Infraestrutura | RDAI, São Paulo: Thomson Reuters | Livraria RT, v. 4, n. 15, p. 55–85, 2020. DOI: 10.48143/rdai/15.rmm. Disponível em: https://rdai.com.br/index.php/rdai/article/view/10. Acesso em: 3 set. 2023.

MARTINS, Ricardo Martins. Conceitos indeterminados à luz da proporcionalidade e da boa administração. Revista de Direito Administrativo e Infraestrutura, Regulação e Compliance, São Paulo, v. 7, n. 24, p. 347-358, jan./mar. 2023. Disponível em: https://bdjur.stj.jus.br/jspui/handle/2011/174567. Acesso em 1 mar 2023.

MARTINS, Ricardo M. Regulação administrativa à luz da Constituição Federal. 1 ed. São Paulo: Malheiros. 2011.

MASCINI, Peter. *Why was the enforcement pyramid so influential? And what price was paid*?. Regulation & Governance. 2013, pp. 48–60. doi: 10.1111/rego.12003. Disponível em: http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/rego.12003/abstract. Acesso em: 26 de maio de 2023.

MATA, Ismael. Los entes reguladores de los servícios públicos. El derecho administrativo argentino hoy. Buenos Aires: Editorial Ciência de la Administración, 1996.

MEIRELLES, Hely Lopes. Direito administrativo brasileiro. 32ª ed. SP: Malheiros, 2006.

MELLO, Celso Antônio Bandeira de. Curso de direito administrativo. 20ª ed. SP. Malheiros, 2006.

MENDES, Flavine Meghy Metne. O conceito de regulação e seus desdobramentos práticos; in: Coleção de Direito Administrativo Sancionador: Volume 3: Direito Administrativo Sancionador Regulatório; coord. VORONOFF, Alice; PALMA, Juliana Bonacorsi de, TOLEDO, Renato. Rio de Janeiro: CEEF, 2022.

MENDES, Flavine Meghy Metne. Teorias econômicas da regulação, in: Revista Forense, vol. 429, ano jan-jun de 2019. Disponível em: http://genjuridico.com.br/2019/06/30/revista-forense-429-teorias-economicas-da-regulacao/. Acesso em: 24 de abril de 2023.

MENDONÇA, Ana Ribeiro Rosa. Regulação prudencial e redes de proteção, transformações recentes no Brasil, in: coord. MENDONÇA, Ana Rosa Ribeiro de; ANDRADE, Rogério P. de. Regulação Bancária e Dinâmica Financeira: evolução e perspectiva a partir dos Acordos de Basiléia. Campinas, SP: Unicamp. 2006.

MENEGUIN, Fernando B, e SAAB, Flávio. Análise de Impacto Regulatório: Perspectivas a partir da Lei de Liberdade Econômica, in: Textos Para Discussão: Núcleo para Estudos e Pesquisas da Consultoria Legislativa. Disponível em: https://www12.senado.leg.br/publicacoes/estudos-legislativos/tipos-de-estudos/textos-para-discussao/td271. Acesso em: 12 de abril de 2022.

MEYER-PFLUNG, Samantha Ribeiro. As Agências Reguladoras no Brasil e seu Poder Normativo. *In:* MARTINS FILHO, Ives Gandra da Silva e MEYER-PFLUNG, Samantha Ribeiro (Coords). A Intervenção do Estado no Domínio Econômico: condições e limites. São Paulo: LTr, 2011.

MIR PUIG, Santiago. **Derecho penal**. 7ª ed. Montevidéu: Editorial B de F, 2004.

MISHKIN, Frederic S. *Prudential Supervision: What Works and What doesn´t.* National Bureau of Economic Resarch. Chicago. 2001. Disponível em: https://www.nber.org/books-and-chapters/prudential-supervision-what-works-and-what-doesnt. Acesso em: 24 de março de 2023.

MOSQUERA, Roberto Quiroga. Tributação no Mercado Financeiro e de Capitais. São Paulo: Dialética. 1999.

MONCADA, Luís S. Cabral. Lei e regulamento. Coimbra: Coimbra Editora. 2002.

MOREIRA, Egon Bockmann, Agências administrativas, poder regulamentar e o sistema financeiro nacional. Revista eletrônica de Direito Administrativo Econômico (REDAE), Salvador, Instituto Brasieliro de Direito Público, n.11, ago/set/out.2007. Disponível em www.direitodoestado.com.br/redae.asp. Acesso em: 18 mar 2022. Bockmann. Autoregulação profissional e Administração Pública**.** 1ª Ed. Almedina, 1997.

MOREIRA, Egon Bockman. Agências Administrativas, Poder Regulamentar e Sistema Financeiro Nacional, in: RDA – Revista de Direito Administrativo, Rio de Janeiro, out/dez.1999. v. 218.

MOREIRA NETO, Diogo de Figueiredo. Curso de direito administrativo. RJ: Forense, 11 ed, Rio de Janeiro, 1999.

MOREIRA NETO, Diogo de Figueiredo. Direito da regulação. 2002.

MOREIRA NETO, Diogo de Figueiredo. O Paradigma do Resultado, in: Grandes Temas de Direito Administrativo: homenagem ao professor Paulo Henrique Blasi. (org) CARLIN, Volnei Ivo. Florianópolis: Conceito Editorial. 200

MOREIRA, Vital. A ordem jurídica do capitalismo, 4 ed. Lisboa: Caminho. 1987.

MOREIRA, Vital. Economia e Constituição. Coimbra: FDUC, 1970.

MOREIRA, Vital. Auto-regulação profissional e administração pública. Coimbra: Almedina. 1997

MORELLI, Denis. Breves considerações sobre a justa causa necessárias aos processos administrativos sancionadores da CVM, in: Processo Sancionador nos Mercados Financeiro e de Capitais. Coord. Gustavo Machado Gonzalez. São Paulo: Thomson Reuters Brasil. 2023.

MORGADO, Cíntia. Direito à boa administração: Recíproca interdependência entre direitos fundamentais, organização e procedimento. Revista de Direito Processual Geral, Rio de Janeiro (65), 2010, pp. 78-79. Disponível em: https://pge.rj.gov.br/comum/code/MostrarArquivo.php?C=MTE0Ng%2C%2C. Acesso em: 4 de abril de 2023.

MOTTA, Paulo Roberto Ferreira da. Agências Reguladoras. Barueri, SP: Manole. 2003.

NAZAR, Nelson. Direito econômico. Bauru: Edipro, 2004.

PORTO NETO, Benedicto. A Agência Nacional de Telecomunicações.In SUNDFELD, Carlos Ari (Coord.). Direito Administrativo Econômico. São Paulo: Malheiros, 2002.

NIETO, Alejandro. *Derecho Administrativo Sancionador*. 4º ed. Madrid: Editorial Tecnos. 2006

NOBREGA, Mailson da, **LOYOLA,** Gustavo, **GUEDES FILHO**, Ernesto Moreira,

PASQUAL, Denise de. O mercado de capitais: sua importância para o desenvolvimento e os entraves em que se defronta o Brasil. SÃO PAULO: Bovespa, 2000.

NOBREGA, Mailson. Origens da Crise, in: GIAMBIAGI, Fábio; GARCIA, Márcio. Risco e Regulação: Por que o Brasil enfrentou bem a crise e como ela afetou a economia mundial. Rio de Janeiro: Elsevier. 2010.

NONET, Philippe; **SELZNICK,** Philip. *Law & Society in Transition: Toward Responsive Law*. Abindgon, UK: Routledge, 2017.

NUCCI, Guilherme de Souza. Direito penal. São Paulo: CPC, 1998.

NUNES, Rubens. Os Limites da Política de Defesa da Concorrência: sobre o conceito de mercado. Revista de Direito da Concorrência. v. 5 n. 1 (2005). Publicado: 2021-05-19. https://revista.cade.gov.br/index.php/revistadedireitodaconcorrencia/issue/view/27.

NUSDEO, Ana Maria de Oliveira. A Regulação e o Direito da Concorrência, em: Direito Administrativo Econômico, coord. Carlos Ari Sunfeld. São Paulo: Malheiros. 2000.
O'DONNELL, Guillermo. Accountability horizontal e novas poliarquias. Lua Nova. São Paulo, n. 44, 1998, p. 28. Disponível em: https://www.scielo.br/j/ln/a/jbXvTQR88QggqcdWW6vXP8j/?lang=pt&format=pdf> Acesso em: 25/09/2023.

OLIVEIRA, José Roberto Pimenta de, GROTTI, Dinorá Adelaide Musetti Grotti. Direito Administrativo Sancionador regulatório no Brasil breve panorama de desafios; in: Coleção de Direito Administrativo Sancionador: volume 3: Direito Administrativo Sancionador Regulatório; coord. VORONOFF, Alice, PALMA, Juliana Bonacorsi de, TOLEDO, Renato. Rio de Janeiro: CEEJ. 2022.

OLIVEIRA, José Roberto Pimenta de; SEGUNDO, Luiz Paulo Ferreira. Responsividade no direito administrativo sancionador de agências reguladoras. Portal CONJUR, São Paulo, 13 dez. 2022. Disponível em: https://www.conjur.com.br/2022-dez-13/pimenta-oliveiraadministrativo-sancionador-agencias-reguladoras . Acesso em: 17 de maio de 2023.

OLIVEIRA, Miguel Delmar Barbosa de. Introdução ao mercado de ações. O que é. Para que serve. Sua importância para o Brasil. Rio de Janeiro: CNBV. 1988.

OLIVEIRA, Rafael Carvalho Rezende. Novo perfil da regulação estatal: administração pública de resultados e análise de impacto regulatório. Rio de Janeiro: Forense. 2015.

OLIVEIRA, Rebecca Féo de Oliveira; **SOUZA**, Taiguara Libano de. O Princípio da Insignificância no Direito Administrativo Sancionador. Revista do Direito. Santa Cruz do Sul, v. 3, n. 62, p. 154-170, dez. 2020. Disponível em: https://online.unisc.br/seer/index.php/direito/index. Acesso em: 25 de jan de 2024.

ORGANIZAÇÃO INTERNACIONAL DAS COMISSÕES DE VALORES MOBILIÁRIOS – IOSCO. Disponível em: https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD554.pdf.

ORGANIZATION FOR ECONOMIC COOPERATION AND DEVELOPMENT (OECD). Annual Report. 2008. Disponível em: https://www.oecd.org/newsroom/40556222.pdf. Acesso em: 9/8/2023.
ORGANIZATION FOR ECONOMIC COOPERATION AND DEVELOPMENT (OECD). Disponível em: https://www.oecd.org/gov/regulatory-policy/oecd-regulatory-enforcement-and-inspections-toolkit-9789264303959-en.htm. Acesso em: 15 de maio de 2023.

PALMA, Juliana Bonacorsi de. Identidade das sanções administrativas nas concessões de serviços públicos, in: Experiências Práticas em Concessões e PPP: Estudos em homenagem aos 25 anos da Lei de Concessões. Vol. I – Estrutura e Arbitragem. São Paulo: Quartier Latim, 2021.

PALMA, Juliana Bonacorsi de. Sanção e Acordo da Administração Pública. São Paulo: Malheiros. 2015.

PECI, Alketa, **PIERANTI**, Octavio Penna, **RODRIGUES,** Silvia. Governança e *New Public Management:* convergências e contradições no contexto brasileiro. Sielo – Sientific Eletronis Library. v.15 - n.46 - Julho/Setembro – 2008. Disponível em: https://www.scielo.br/j/osoc/a/Mpktr8kGXJ4hpRnhZshSRSJ/?format=pdf&lang=pt. Acesso em 23 de março de 2023.

PEREIRA, Luiz Carlos Bresser. Administração pública gerencial: estratégia e estrutura para um novo Estado. Brasília: MARE/ENAP, 1996, p. 11. Disponível em: https://repositorio.enap.gov.br/bitstream/1/817/1/9texto.pdf. Acesso em: 31 de março de 2023.

PINHEIRO, Armando Castelar; GIAMBIAGI, Fabio; GOSTKORZEWICZ, Joana. O Desempenho Macroeconômico do Brasil nos Anos 90, in: A Economia Brasileira nos anos 90, org. Fabio Giambiagi e Mauricio Mesquita Moreira. Rio de Janeiro: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social. 1999, pp. 14-17. Disponível em: https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/2972/1/1999_A%20economia%20brasileira%20nos%20anos%2090_P.pdf.

POSNER, Richard A. *Regulation (Agencies) versus Litigation (Courts): an analytical framework.* In: KESSLER, Daniel P. (Org.), Regulation versus litigation: perspectives from economics and law, Chicago: The University of Chicago Press, 2011

REALE, Miguel. Filosofia do Direito. 19ª ed. São Paulo: Saraiva. 1999.

RESENDE, André Lara. Estabilização e Reforma: 1964-1967, in: A Ordem do Progresso. Cem anos de Política Econômica Republicana, 1889-1989. Rio de Janeiro: Campus 1990. 1990.

SALOMÃO, Luis Felipe; CUEVA, Ricardo Villas Boas, FRAZÃO, Ana. "Lei de Liberdade Econômica e seus Impactos no Direito Brasileiro". 1ª ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil. 2020.

SARMENTO, Daniel, **SOUZA NETO**, Cláudio Pereira de. "A Constitucionalização do Direito: fundamentos teóricos e aplicações específicas". Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2007.

SENADO FEDERAL. https://www12.senado.leg.br/publicacoes/estudos-legislativos/tipos-de-estudos/sumarios-de-proposicoes/mpv881.

SILVA, Alexandre Almeida da. Análise de Impacto Regulatório para o incremento do ambiente de negócios no Brasil. O que falta fazer? Disponível em: https://www.migalhas.com.br/depeso/379109/impacto-regulatorio-para-o-incremento-do-ambiente-de-negocios Acesso em: 7/8/2023.

SILVA, Leonardo Oliveira da. Autonomia Regulatória, Rio de Janeiro, Lumen Iuris. 2019.

SIU, Marx Chi Kong. Accontability no setor público: uma reflexão sobre transparência governamental no combate à corrupção. n. 122 (2011): Revista do TCU. 2011-09-01. Pp. 78-87. Disponível em: https://revista.tcu.gov.br/ojs/index.php/RTCU/article/view/197. Acesso em: 8/8/2023.

SOUTO, Marcos Juruema Villela. Direito Administrativo Regulatório. Rio de Janeiro: Lumen Juris

SOUZA, Washington Peluso Albino de. Primeiras linhas de direito econômico. 5. ed. São Paulo: LT, 2003.

SUNFELD, Carlos Ari. Direito Administrativo Ordenador. São Paulo: Malheiros, 2000.
SUNFELD, Carlos Ari. Fundamentos de Direito Público. São Paulo: Malheiros. 3ª edição. 1997.

SUNFELD, Carlos Ari. Introdução às Agências Reguladoras. In: SUNFED, Carlos Ari (cood). Direito Administrativo Econômico. São Paulo: Malheiros. 2000.

SUNFELD, Carlos Ary; **CÂMARA,** Jacintho Arruda. O Papel do Regulamento no exercício da competência sancionatória. In: Coleção de Direito Administrativo Sancionador: Volume 3: Direito Administrativo Sancionador Regulatório, coord. VORONOFF, Alice; PALMA, Juliana Bonacorsi de, TOLEDO, Renato. Rio de Janeiro: CEEJ. 2022.
SUNFELD, Carlos Ary; CÂMARA, Jacintho Arruda; ROSILHO, André. Responsividade regulatória e autorregulação imposta: o devido processo legal e a legalidade como limites. Revista de Direito da Economia digital- RFDED. Belo Horizonte: Forum, ano 1, n. 1. Jul./dez.2017.

SZTAJN, Rachel. Sistema Financeiro. Entre estabilidade e risco. Rio de Janeiro: Elsevier. 2011.

TORRES, Silva Faber. "O Princípio da Subsidiariedade no Direito Público Contemporâneo". Rio de Janeiro: Renovar, 2001.

TRIBUNAL DE CONTAS DA UNIÃO. Relatório e Parecer Prévio sobre as Contas do Governo da República: Exercício de 2009. Tribunal de Contas da União. Brasília. 2010, p. 106-109. Disponível em: https://portal.tcu.gov.br/tcu/paginas/contas_governo/contas_2009/Textos/CG%202009%20Relat%C3%B3rio.pdf. Acesso em: 20 de abril de 2023.

VALLE, Vanice Lírio do. Direito fundamental à boa administração, políticas públicas eficientes e a prevenção do desgoverno. Biblioteca Digital Interesse Público- IP, Belo Horizonte, ano 10, n. 48, mar. 2008.

VENANCIO FILHO, Alberto. A Intervenção do Estado na Economia: o direito público econômico no Brasil. Rio de Janeiro: Renovar. 1998, p. 54.

VILLELA FILHO, Gustavo Aberto. As sociedades corretoras e o mercado de capitais. Rio de Janeiro: Lumen Juris. 2003.

VITAL, Sebastião Marcos; e. Ness JR, Walter L. O progresso do mercado brasileiro de capitais uma avaliação crítica. Revista de Administração de Empresas, vol. 13. n. 1. Rio de Janeiro, jan.-mar. 1973.

VORONOFF, Alice. Direito Administrativo Sancionador no Brasil. Belo Horizonte: Fórum. 2018.

WARREN, Kenneth F. *Administrative Law in the Political System*. Westview Press: 1943. https://handoutset.com/wp-content/uploads/2022/06/Administrative-Law-in-the-Political-System-Warren-Kenneth-F.pdf>

WELLISH, Julya Sotto Mayor. Mercado de Capitais. Fundamentos e Desafios. São Paulo. Quartier Latim, 2018.

YAZBEK, Otavio. Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007, 2ª reimpressão.