

O DIREITO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR NO MERCADO FINANCEIRO  
E DE CAPITAIS: AS MUDANÇAS PROMOVIDAS PELA LEI Nº 13.506/2017 NO ÂMBITO  
DO BANCO CENTRAL DO BRASIL E DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS<sup>1</sup>

*SANCTIONING ADMINISTRATIVE LAW IN THE FINANCIAL AND CAPITAL MARKETS:  
CHANGES MADE BY LAW 13.506/2017 AFFECTING THE BRAZILIAN CENTRAL BANK  
AND THE BRAZILIAN SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION*

Valter Shuenquener de Araujo;<sup>2</sup>

Harife Huri Eugenio da Silva;<sup>3</sup>

Rayssa Araújo de Palhares.<sup>4</sup>

**Resumo:** Este artigo se propõe a analisar o regime sancionador existente no âmbito do mercado financeiro e de capitais, tendo como foco as alterações promovidas pela Lei nº 13.506/2017. A pesquisa considerou a metodologia qualitativa, tendo um objetivo descritivo e explicativo e, ainda, uma análise crítica das regras jurídicas existentes sobre a temática. Quanto ao procedimento, a metodologia é bibliográfica e se ocupa da problemática acerca dos limites de atuação do BACEN e da CVM em matéria sancionatória. O texto também apresenta reflexões sobre a necessidade de se estabelecer um regime sancionador racional e proporcional no mercado financeiro e de capitais, bem como a Lei nº 13.655, que alterou a Lei de Introdução às Normas do Direito Brasileiro (LINDB), pode contribuir para se alcançar este objetivo.

**Palavras-chave:** Direito Administrativo Sancionador. Mercado financeiro e de capitais. Banco Central do Brasil (BACEN) e Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Lei de Introdução às Normas do Direito Brasileiro (LINDB). Racionalidade da sanção.

**Abstract:** This article is an analysis of the sanctioning regime existing in the financial and capital market, focusing on the changes promoted by Law 13,506/2017. This research considered the qualitative methodology, it has a descriptive and explanatory goal, and also

---

<sup>1</sup> Os autores agradecem a pesquisa feita para subsidiar este artigo pelos alunos da graduação da faculdade de Direito da UERJ Lucas Ramos de Menezes, Raíza Silva Ramos e Rebeca Mozer Marconcini de Souza.

<sup>2</sup> Professor Associado de Direito Administrativo da UERJ da Faculdade de Direito da UERJ (Departamento de Direito do Estado). Mestre e Doutor em Direito Público pela UERJ. KZS pela Ruprecht-Karls Universität de Heidelberg. Secretário-Geral do CNJ. Juiz Federal.

<sup>3</sup> Graduando em Direito (UERJ).

<sup>4</sup> Graduando em Direito (UERJ).

develops a critical analysis of the existing legal rules on the subject studied. As for the procedure, the methodology is bibliographical and deals with the problematic related to the competence limits of BACEN and CVM in the sanctioning matter. The text also proposes reflections on the obligation to establish a rational and proportional sanctioning regime in the financial and capital markets, as well as Law 13,655, which amends the Law of Introduction to the Norms of Brazilian Law (LINDB).

**Keywords:** Sanctioning Administrative Law. Financial and capital markets. Brazilian Central Bank (BACEN) and Brazilian Securities and Exchange Commission (CVM). Introduction Law to the Norms of Brazilian Law (LINDB). Sanction rationality.

## 1 INTRODUÇÃO

O sistema financeiro nacional, de que o Banco Central do Brasil (BACEN) e a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) fazem parte, tem por função permitir a captação de recursos entre os agentes superavitários da economia – ou poupadores – e os agentes deficitários – ou tomadores de recursos –, canalizando e mobilizando capitais advindos da poupança popular para o desenvolvimento de atividades produtivas. A transferência desses recursos entre poupadores e tomadores ocorre no mercado financeiro por meio de investimentos e, como regra, através de instituições financeiras especializadas em intermediar operações. A atuação dessas entidades consistia – e até hoje se resume – em emprestar os excedentes dos poupadores aos agentes deficitários, sendo aquelas remuneradas a partir do *spread*, isto é, a diferença entre o custo de captação e o cobrado do beneficiário final daqueles recursos.

Essas instituições compunham um modelo tradicional de intermediação de capitais, concentrando a poupança popular para sua posterior distribuição aos que dela careciam de acordo com as necessidades de volume financeiro e prazos de cada um. No entanto, a estruturação desse modelo de intermediação apenas por meio de instituições financeiras não foi suficiente para dar suporte a todas as necessidades do mercado.

Em decorrência desse fator, desenvolveram-se novos ativos financeiros com características operacionais próprias, a fim de se atender às novas demandas existentes, o que levou o sistema financeiro a segmentar-se em quatro mercados, a saber: (i) mercado monetário; (ii) mercado de crédito; (iii) mercado de câmbio, e (iv) mercado de capitais.

O mercado de crédito é composto por agentes e instituições financeiras dedicados a realizar operações de curto e médio prazo, que normalmente se destinam ao consumo ou a viabilizar o capital de giro das empresas. Esse mercado é fundamental para o bom funcionamento da economia, na medida em que as instituições financeiras assumem dois papéis decisivos. De um lado, atuam como centralizadoras de riscos, reduzindo a exposição dos aplicadores a perdas e otimizando as análises de crédito. De outro, funcionam como um elo entre milhões de agentes com expectativas muito distintas em relação a prazos e volumes de recursos (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2014, p. 32).

Alexandre Assaf Neto conceitua o mercado monetário como aquele, cujas operações se destinam a controlar a liquidez monetária da economia e envolvem, basicamente, títulos públicos, CDIS e CDBS,<sup>5</sup> ao passo que o mercado cambial é aquele em que ocorrem as operações de compra e venda de moedas internacionais conversíveis (2005, p. 117-158).

O mercado de capitais ou mercado de valores mobiliários é aquele em que as instituições financeiras assumem o papel de prestadoras de serviços e não atuam intermediando as negociações e assumindo os riscos inerentes às operações.<sup>6</sup> Nele, há um contato direto entre o investidor e as entidades tomadoras, as quais emitem valores mobiliários, tais como títulos de dívida, debêntures e títulos patrimoniais ou de capital.

Como as instituições financeiras atuam no mercado de capitais como prestadoras de serviços estruturando as operações, assessorando na formação de preços, oferecendo liquidez, permitindo a captação de clientes e colaborando na colocação desses valores mobiliários no mercado, a responsabilidade pelo pagamento dos rendimentos se dá entre a entidade emissora e os investidores, os quais suportam os riscos.

Assim, o mercado de capitais possui a função econômica essencial de permitir a agentes deficitários da economia, mediante a emissão pública de valores mobiliários, a captação de recursos para o financiamento de seus projetos de investimento ou mesmo para alongar o prazo de suas dívidas (EIZIRIK *et. al.*, 2011, p. 8), tendo expressiva relevância no desenvolvimento econômico nacional ao estimular a poupança e o investimento produtivo.

---

<sup>2</sup> CDI (Certificado de Depósito Interbancário), é o nome dado aos empréstimos que os bancos tomam entre si diariamente para fechar o caixa no positivo, sendo sua taxa utilizada como referência em diversos investimentos, ao passo que a CDB (Certificado de Depósito Bancário), consiste em títulos de renda fixa emitidos por bancos, nos quais o investidor “empresta” dinheiro para o banco e recebe em troca o pagamento de juros desse empréstimo. Ou seja, esses tipos de investimento envolvem uma promessa de pagamento futuro do valor investido, acrescido da taxa pactuada no momento da transação.

<sup>6</sup> As instituições financeiras também podem atuar como emissoras de valores mobiliários quando forem companhias abertas devidamente registradas na CVM.

## 2 REGULAÇÃO DO MERCADO FINANCEIRO E DE CAPITAIS

### 2.1 REGULAÇÃO DO MERCADO FINANCEIRO

Diante da relevância do mercado financeiro para a circulação de riquezas na sociedade, o Estado intervém intensamente nesse setor econômico, tendo em vista duas principais razões: (i) proteção da poupança popular na transferência de recursos entre agentes superavitários e agentes deficitários intermediada por instituições financeiras, e (ii) relação existente entre o crescimento econômico de um país e o desenvolvimento de um mercado financeiro nacional (ANDREZO; LIMA, 2010, p. 15).

De acordo com a Lei nº 4.595/1964, a intervenção estatal no mercado financeiro ocorre a partir da atuação do Conselho Monetário Nacional (CMN) e do Banco Central do Brasil – BACEN. O CMN é um órgão deliberativo, desprovido de competência executiva, que tem por responsabilidade expedir diretrizes gerais para o bom funcionamento do sistema financeiro nacional. O BACEN, por sua vez, além das competências tradicionais de um Banco Central de emitir moeda e de promover a estabilidade interna e externa, também é competente para manter a estabilidade do sistema financeiro nacional, por meio da regulamentação, supervisão e fiscalização de instituições financeiras (ANDREZO; LIMA, 2010, p. 16).

Para efeitos deste artigo, a principal abordagem crítica repousará sobre a função de supervisão do BACEN, visto que este é a entidade responsável pela instauração de processos administrativos sancionadores no mercado financeiro.

### 2.2 REGULAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS

De igual modo, o Estado intervém no mercado de capitais, tendo em vista as seguintes principais razões: (i) necessidade de proteção da capacidade funcional deste mercado, na medida em que ele empresta eficiência às instituições envolvidas nas operações com valores mobiliários, e (ii) necessidade de proteção à confiança dos investidores na integridade deste mercado, fator essencial à continuidade da alocação de recursos em investimentos no mercado de valores mobiliários (KÜMPPEL, 2007, p. 21 e 22).

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM), autarquia instituída pela Lei nº 6.385/1976, é a entidade administrativa responsável pela intervenção do Estado no mercado de capitais e possui a função de regular, supervisionar e fiscalizar as atividades desenvolvidas no mercado de valores mobiliários, detendo, ainda, a competência para regular matérias expressamente previstas na Lei nº 6.404/1976 – Lei das Sociedades Anônimas (EIZIRIK *et al.*, 2011, p. 263-264).

No que tange à intervenção estatal no mercado de capitais, o foco será dado na função sancionadora da CVM, entidade responsável pela instauração e julgamento de processos administrativos sancionadores no mercado de valores mobiliários.

### 3 ALTERAÇÕES PROMOVIDAS PELA LEI Nº 13.506/2017 AO PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR NO ÂMBITO DO BACEN E DA CVM

Sancionada em novembro de 2017, a Lei nº 13.506/2017 promoveu mudanças no processo administrativo sancionador no âmbito do mercado financeiro e de capitais. Foram criados ilícitos administrativos, feitas modificações nas penalidades, bem como ela previu o termo de compromisso.

No que concerne à tipificação de novas condutas, elas passaram a abarcar tipos muito abertos, o que implica a necessidade de uma maior cautela por parte das instituições financeiras e demais agentes que compõem o mercado ao elaborarem novos produtos, ao mesmo tempo em que passa a conferir um elevado grau de discricionariedade e subjetividade na aferição dos ilícitos no mercado de capitais e financeiro. Ainda, a lei traz inovações, tais como o acordo administrativo em processo de supervisão na esfera de atuação do BACEN e da CVM,<sup>7</sup> com as adaptações pertinentes à sua atividade regulatória. E também se observa um significativo aumento dos poderes cautelares do BACEN com mecanismos coercitivos de caráter liminar e antecipatório.

#### 3.1 DA EXCESSIVA GENERALIDADE NA TIPIIFICAÇÃO DAS CONDUTAS REGULADAS PELO BACEN

---

<sup>7</sup> O referido acordo era denominado de “acordo de leniência” enquanto da vigência da MP nº 784/2017.

Em seu artigo 2º, §2º,<sup>8</sup> a Lei nº 13.506/2017, ao empregar o termo “*responsáveis técnicos*” de forma imprecisa, aumenta o espaço de discricionariedade do BACEN e origina um ambiente de maior insegurança jurídica aos agentes que participam do mercado. Ainda, o artigo 3º, em seus dezessete incisos, apresenta as condutas puníveis, dentre as quais devem ser ressaltadas as previstas nos incisos VIII e IX.

O inciso VIII, ao mencionar “*preços destoantes*”, não considera as particularidades do mercado financeiro, que está em constante processo de mudança, as características de cada setor, o momento em que a economia se encontra., bem como o perfil das instituições financeiras e sua carteira de clientes. As operações no mercado financeiro não estão sujeitas a um único parâmetro, de modo que se torna difícil conceituar o que seria tal prática prevista na lei.

A respeito do inciso IX, ele traz para o BACEN o princípio contábil da essência sobre a forma ao consagrar a exigência de “*fundamentação econômica*”, sendo, também, expressão vaga, pois pode se referir tanto a uma operação gratuita quanto à operação realizada a preço vil. Assim, observa-se que tais dispositivos, desde a edição da MP nº 784/2017 e, mesmo com a edição da Lei nº 13.506/2017, carecem de um maior detalhamento e cautela do ente regulador no momento da sua aplicação.

### 3.2 CONSENSUALIDADE NA ADMINISTRAÇÃO PÚBLICA: TERMO DE COMPROMISSO E ACORDO ADMINISTRATIVO EM PROCESSO DE SUPERVISÃO NO BACEN E NA CVM

O termo de compromisso, que já estava previsto apenas na esfera de atuação da CVM, foi estendido para o BACEN pela Lei nº 13.506/2017 (arts. 11 a 15). No entanto, nos termos da Circular nº 3.857/2017 do BACEN, o referido termo não poderá ser aproveitado pela parte ré quando verificadas infrações graves quanto ao cumprimento das obrigações dispostas na Lei nº 9.613/1998 (Lei de Lavagem de Dinheiro), bem como a mera proposta de apresentação de termo de compromisso não suspenderá a tramitação do processo administrativo.

---

<sup>8</sup>Art. 2º Este Capítulo dispõe sobre infrações, penalidades, medidas coercitivas e meios alternativos de solução de controvérsias aplicáveis às instituições financeiras, às demais instituições supervisionadas pelo Banco Central do Brasil e aos integrantes do Sistema de Pagamentos Brasileiro, e estabelece o rito processual a ser observado nos processos administrativos sancionadores no âmbito do Banco Central do Brasil. (...) § 2º O disposto neste Capítulo aplica-se também aos administradores e aos responsáveis técnicos das pessoas jurídicas que prestem os serviços mencionados no inciso II do § 1º deste artigo. (Brasil, 2017).

Sob outro prisma, a exigência de publicação em Diário Oficial do termo de compromisso é substituída pelo dever de publicação no endereço eletrônico do BACEN e da CVM. Em caso de descumprimento do termo, o BACEN poderá utilizar-se de medidas judiciais e administrativas, tornando o referido ajuste título executivo extrajudicial e determinará a instauração ou o prosseguimento do processo administrativo.

No que concerne ao acordo administrativo em processo de supervisão, ele recebeu um regime jurídico híbrido que tem como base a leniência prevista na Lei nº 12.846/2013 e nos casos de atribuição do Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE). Tal acordo também inova ao permitir que pessoas físicas possam se beneficiar desse mecanismo, desde que confessem a prática da infração aos dispositivos legais e cooperem efetivamente para a apuração dos fatos. Ressalta-se que, caso o acordo seja descumprido, o infrator fica impedido de celebrá-lo novamente por um prazo de três anos.

O termo de compromisso e o acordo administrativo em processo de supervisão possuem características diversas. Uma delas se relaciona à necessidade de confissão da matéria de fato, requisito indispensável no acordo administrativo em processo de supervisão, mas não no termo de compromisso, de forma que a celebração deste último não implica o reconhecimento da ilicitude da conduta praticada.

No acordo administrativo em processo de supervisão, há, também, o dever daquele que se utiliza do mecanismo de indicar os demais participantes da infração. Assim, tal instituto aproveita melhor aquele que dele se utiliza primeiramente. Os que vierem posteriormente apenas poderão ter redução de um terço da penalidade aplicada. Por seu turno, essas restrições não estão presentes no termo de compromisso.

Por fim, no que diz respeito à pena a ser cumprida, esta é aplicada com descontos no acordo administrativo em processo de supervisão, enquanto no termo de compromisso não haverá pena, mas o cumprimento de determinadas restrições.

### 3.3 AS MUDANÇAS NO RITO DO PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR E OS PODERES ACAUTELATÓRIOS DO BACEN

O processo administrativo sancionador no âmbito de atuação do BACEN passa a contar com um ato formal de citação do réu. Quanto à instrução probatória, poderão ser indeferidas as provas consideradas impertinentes, ilícitas, desnecessárias ou protelatórias. Das decisões do BACEN, a Lei nº 13.506/2017 dispõe que caberá recurso com dois tipos de

efeitos. Em se tratando de decisão condenatória, prevê a norma o cabimento de recurso no prazo de trinta dias, com efeitos devolutivo e suspensivo, ao passo que, em se tratando de decisão que imponha as penalidades contidas no artigo 5º, incisos IV, V ou VI,<sup>9</sup> o recurso será recebido com efeito devolutivo, de forma que o recorrente poderá requerer o efeito suspensivo à autoridade prolatora da decisão.

A Lei nº 13.506/2017 também conferiu poderes acautelatórios e de natureza coercitiva ao BACEN, que poderá exigir a prestação de informações, a cessação de atos ou atividades e a adoção de medidas acautelatórias que antecedem a instauração de processo administrativo, dentre as quais o afastamento de administradores, prepostos e procuradores, bem como restrição a atividades e a substituição compulsória de auditor independente.

### 3.4 DAS PENALIDADES A SEREM APLICADAS PELO BACEN E NA CVM

A Lei nº 13.506/2017 também alterou as penalidades a serem fixadas pelo BACEN e CVM.

Em relação ao BACEN, o artigo 5º do novo regramento elencou como sanções possíveis a: (i) admoestação pública; (ii) multa; (iii) proibição de prestar determinados serviços para as instituições mencionadas no caput do art. 2º da Lei nº 13.506/2017; (iv) proibição de realizar determinadas atividades ou modalidades de operação; (v) inabilitação para atuar como administrador e para exercer cargo em órgão previsto em estatuto ou em contrato social de pessoa mencionada no caput do art. 2º da Lei nº 13.506/2017, e a (vi) cassação de autorização para funcionamento.

No que concerne à CVM, o artigo 11 da Lei nº 6.385/1976 foi alterado para passar a prever critérios e valores mais altos para as multas e, também, prever a proibição 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.<sup>10</sup>

---

<sup>9</sup> Art. 5º São aplicáveis as seguintes penalidades às pessoas mencionadas no art. 2º desta Lei, de forma isolada ou cumulativa: (...) IV - proibição de realizar determinadas atividades ou modalidades de operação; V - inabilitação para atuar como administrador e para exercer cargo em órgão previsto em estatuto ou em contrato social de pessoa mencionada no caput do art. 2º desta Lei; VI - cassação de autorização para funcionamento (Brasil, 2017).

<sup>10</sup> Artigo 11, §13, da Lei nº 6.385, de 07 de dezembro de 1976.

Outra alteração importante promovida pela Lei nº 13.506/2017 foi a que possibilitou ao BACEN aplicar medidas coercitivas ou acautelatórias aos supervisionados, cujo descumprimento enseja a aplicação de multa cominatória diária de até (i) 1/1.000 (um milésimo) da receita de serviços e de produtos financeiros mencionada no inciso I do caput do art. 7º da Lei nº 13.507/2017, ou (ii) R\$ 100.000,00 (cem mil reais).<sup>11</sup>

Também, neste ponto, o novo regramento aumentou o valor máximo da multa cominatória diária aplicada pela CVM em caso de descumprimento de ordem imposta pela autarquia. De acordo como a nova regra, o valor máximo de tal multa não excederá (i) 1/1.000 (um milésimo) do valor do faturamento total individual ou consolidado do grupo econômico, obtido no exercício anterior à aplicação da multa, ou (ii) R\$ 100.000,00 (cem mil reais).<sup>12</sup>

### 3.5 DA MULTA

Dentre as principais alterações promovidas pela MP nº 784/2017 e, posteriormente, pela Lei nº 13.506/2017, vale destacar a alteração dos limites das multas imponíveis pelo BACEN e CVM. Em geral, os valores de tais multas podem ser (i) valores absolutos, com um máximo definido legalmente, ou (ii) valores não absolutos, cujo máximo é definido proporcionalmente a critérios fixados em lei que levam em consideração montantes financeiros envolvidos na prática do ilícito (FADANELLI; BRAUN, 2015, p. 246).

Nos termos do novo regramento, a multa aplicável pelo BACEN não poderá exceder (i) 0,5% (cinco décimos por cento) da receita de serviços e de produtos financeiros apurada no ano anterior ao da consumação da infração, ou, no caso de ilícito continuado, da consumação da última infração, ou (ii) o valor absoluto de R\$ 2.000.000.000,00 (dois bilhões de reais).<sup>13</sup>

No caso da CVM, a penalidade de multa aplicável não poderá exceder o valor absoluto de R\$ 50.000.000,00 (cinquenta milhões de reais), podendo chegar a 150.000.000,00 (cento e cinquenta milhões) nas hipóteses de reincidência; ou os valores não absolutos definidos segundo: (i) o dobro do valor da emissão ou da operação irregular; (ii) 3 (três) vezes o

<sup>11</sup> Artigo 18, da Lei nº 13.506/2017, de 13 de novembro de 2017.

<sup>12</sup> Artigo 11, §11, da Lei nº 6.385, de 07 de dezembro de 1976.

<sup>13</sup> Artigo 7º, I e II, da Lei nº 13.506, de 13 de novembro de 2017.

montante da vantagem econômica obtida ou da perda evitada em decorrência do ilícito, ou (iii) o dobro do prejuízo causado aos investidores em decorrência do ilícito.<sup>14</sup>

Ainda, no caso do BACEN, a decisão administrativa que determinar a aplicação de multa de valor superior a R\$ 50.000.000,00 (cinquenta milhões de reais) deve ser automaticamente submetida à reapreciação por órgão colegiado previsto no regimento interno da autarquia.<sup>15</sup>

Atendo-se aos valores absolutos máximos para a fixação das multas por essas entidades, tem-se que, antes da edição da MP nº 784/2017 e da Lei nº 13.506/2017, o valor máximo da sanção pecuniária aplicável pelo BACEN era de R\$250.000,00 (duzentos e cinquenta mil reais).<sup>16</sup> Por sua vez, no que tange à CVM, o artigo 11, §1º, inciso II, da Lei nº 6.385/1976 antes previa que o valor absoluto máximo da penalidade de multa aplicável era de R\$500.000,00 (quinhentos mil reais).

Houve, portanto, um significativo incremento nos limites dos valores das multas aplicáveis por essas entidades reguladoras. Consoante a justificativa do PL nº 8.843/2017, que foi transformado na Lei nº 13.506/2017, tal alteração visou a assegurar a efetividade do poder regulador do BACEN e da CVM, reforçando o caráter dissuasório da atividade sancionadora praticada por essas entidades no âmbito do mercado financeiro e de capitais (BRASIL, 2017a).

Nessa perspectiva, para uma melhor compreensão dos valores absolutos máximos envolvidos na fixação de sanções pecuniárias pelo BACEN e CVM, vale comparar o regime sancionador dessas entidades ao regime sancionador de algumas entidades estrangeiras reguladoras do sistema financeiro.

Na França, por exemplo, a *Commission des Sanctions de l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution de la Banque de France* – órgão responsável pela atividade sancionadora no âmbito do mercado de crédito – restringe-se a aplicar sanções pecuniárias de valor absoluto de até 100.000.000,00 € (cem milhões de euros).<sup>17</sup> De igual modo, a *Commission des Sanctions de l'Autorité des Marchés Financiers* – órgão francês responsável

<sup>14</sup> Artigo 11, §1º, da Lei nº 6.385/1976, de 07 de dezembro de 1976.

<sup>15</sup> Artigo 7º, §6º, da Lei nº 13.506, de 13 de novembro de 2017. Nos termos do artigo 132, inciso VI, alínea “b”, do Regimento Interno do Banco Central do Brasil, tal atribuição pertence ao Comitê de Decisão de Recurso e Reexame (CODER).

<sup>16</sup> O artigo 3º da MP nº 2.224, de 04 de setembro de 2001, revogado pela Lei nº 13.506, de 13 de novembro de 2017, previa que “o valor máximo da multa prevista no art. 58 da Lei no 4.131, de 3 de setembro de 1962, e no art. 67 da Lei no 9.069, de 29 de junho de 1995, passa a ser de R\$ 250.000,00 (duzentos e cinquenta mil reais).”

<sup>17</sup> Article L612-39, et L612-41, du code monétaire et financier.

pela atividade sancionadora no âmbito do mercado de capitais – também não pode aplicar multas superiores ao mesmo montante de 100.000.000,00 € (cem milhões de euros)<sup>18</sup>.

Na Alemanha, o *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht* (BaFin), órgão regulador do mercado financeiro e de capitais alemão, poderá, diante de violações a normas reguladoras do mercado de capitais, aplicar sanções pecuniárias de valor absoluto de até 2.000.000,00 € (dois milhões de euros) a pessoas naturais e 10.000.000,00 € (dez milhões de euros) a pessoas jurídicas<sup>19</sup>.

O *Banco Central de la Republica Argentina* (BCRA) pode aplicar sanções pecuniárias de valor absoluto de até 800 *unidades sancionadoras*. Tais *unidades sancionadoras* têm seus valores atualizados anualmente e, em 2019, correspondiam, cada uma, ao valor de ARS \$90.000,00 (noventa mil pesos argentinos).<sup>20</sup> Por seu turno, a *Comisión Nacional de Valores* (CNV) – Comissão de Valores Mobiliários argentina – apenas pode aplicar multas de valor absoluto não superior a ARS \$100.000.000,00 (cem milhões de pesos argentinos)<sup>21</sup>.

Nos Estados Unidos, o *Federal Reserve System* (FED) – Banco Central norte-americano – está limitado a aplicar *civil money penalties* de valor absoluto de, no máximo, US\$1.000.000,00 (um milhão de dólares)<sup>22</sup>, ao passo que no caso da *U.S. Securities and Exchange Commission* (SEC) – Comissão de Valores Mobiliários norte-americana – o limite para as *civil money penalties* é de US\$500.000,00 (quinhentos mil dólares).<sup>23</sup>

A partir dessa comparação, é fácil constatar que o novo limite previsto para fixação de uma multa pelo BACEN – R\$2.000.000.000,00 (dois bilhões de reais)<sup>24</sup> – consiste num montante bastante elevado em relação aos valores absolutos máximos de multas aplicáveis por entidades reguladoras do mercado financeiro em outros países. Note-se que, na França, tal valor é limitado a 100.000.000,00 € (cem milhões de euros).

Nesse sentido, também o novo limite da multa aplicável pela CVM [R\$50.000.000,00 (cinquenta milhões de reais)] sofreu um aumento significativo de R\$40.500.000,00 (quarenta

<sup>18</sup> Article L621-15, III, a, du code monétaire et financier.

<sup>19</sup> §120 (17), *Wertpapierhandelsgesetz* (WpHG).

<sup>20</sup> Artículo 41 de la Ley n° 21.562/1977, Sección 2 de la Comunicación “A” 6202/2017 del Banco Central de la Republica Argentina y Sección 8 de la Comunicación “A” 6625/2019 del Banco Central de la Republica Argentina.

<sup>21</sup> Artículo 132, I, b, de la Ley n° 26.831/2012.

<sup>22</sup> Section 29 (d) of the Federal Reserve Act of 1913; 12 U.S. Code §505 (4)(a).

<sup>23</sup> Section 20 (d)(2)(C) of the Securities Act of 1933; Section 21 (d)(3)(B)(iii) of the Securities Exchange Act of 1934; 15 U.S. Code §77t (d)(2)(C); 15 U.S. Code §78u (d)(3)(iii).

<sup>24</sup> Artigo 7º, inciso II, da Lei n° 13.506, de 13 de novembro de 2017.

milhões e quinhentos mil reais), porém não o suficiente para superar o limite da sanção pecuniária francesa de 100.000.000,00 € (cem milhões de euros).

Tais valores foram aumentados com o escopo de fortalecer a função dissuasória e desestimular práticas ilícitas no âmbito dos mercados regulados pelo BACEN e pela CVM. A propósito, o aumento do valor absoluto máximo, bem como dos critérios para a fixação do valor relativo das sanções pecuniárias aplicáveis por essas entidades foi uma reação aos escândalos de corrupção que ocorreram no país nos últimos anos e prejudicaram a confiança de investidores no sistema de supervisão do mercado financeiro e de capitais brasileiro (PRADO; PIMENTA, 2019).

Dessa forma, propõe-se que, para a fixação racional dos valores de sanções pecuniárias, o BACEN e a CVM observem certos critérios gerais, quais sejam: (i) as circunstâncias fáticas e pessoais do caso concreto; (ii) a repercussão da aplicação da multa no mercado; (iii) a aplicação excepcional do valor máximo legalmente previsto da multa; (iv) o maior e o menor valor dentre as sanções pecuniárias anteriormente aplicadas pela prática do mesmo ilícito; (v) a possibilidade de revisão do valor das multas, e (vi) o recolhimento efetivo das multas (FADANELLI; BRAUN, 2015, p. 246).

No que tange à observação do primeiro critério geral alusivo às circunstâncias fáticas e pessoais envolvidas no caso concreto, estas consistem numa exigência da observação do princípio da proporcionalidade pelo BACEN e CVM na aplicação de sanções. Trata-se de um mecanismo limitador do poder sancionador de tais entidades, visando a evitar o excesso e a intervenção desnecessária do Estado na vida dos indivíduos (BARCELLOS, 2018, p. 161-163).

Nessa perspectiva, o artigo 10 da Lei nº 13.506/2017 dispõe que, na aplicação da sanção, o BACEN deve observar: (i) a gravidade e a duração da infração; (ii) o grau de lesão ou o perigo de lesão ao Sistema Financeiro Nacional – SFN, ao Sistema de Consórcios, ao Sistema de Pagamentos Brasileiro – SPB, à instituição ou a terceiros; (iii) a vantagem auferida ou pretendida pelo infrator; (iv) a capacidade econômica do infrator; (v) o valor da operação; (vi) a reincidência, e (vii) a colaboração do infrator com o BACEN para a apuração da infração.

Adicionalmente, o artigo 50 da Circular nº 3.857/2017 do BACEN prevê que, na aplicação de penalidades, o BACEN deverá observar (i) o grau de reprovabilidade da conduta

do infrator; (ii) a duração da infração ou a prática sistemática ou reiterada, e (iii) os antecedentes do infrator.

De igual modo, o artigo 11, §9º, da Lei nº 6.385/1976, dispõe que a CVM deve considerar, na aplicação da multa e outras penalidades, o arrependimento eficaz e o arrependimento posterior ou a circunstância de qualquer pessoa, espontaneamente, confessar ilícito ou prestar informações relativas à sua materialidade.

No que tange ao segundo critério geral referente à repercussão da aplicação da multa no mercado, deve-se levar em consideração os efeitos que a sanção pecuniária produz no mercado regulado. Isso significa que os demais agentes do mercado observam a atividade sancionadora das entidades reguladoras com o objetivo de avaliar os riscos envolvidos no empreendimento de certas condutas.

Nesse caso, se as sanções pecuniárias aplicadas aos administrados em razão da violação de um ilícito forem insuficientes para desestimulá-los da prática de infrações administrativas, as entidades reguladoras devem estar atentas à possibilidade de aumentar o valor da sanção pecuniária aplicável para assegurar o caráter dissuasório de sua atividade sancionadora.

Por outro lado, a elevação do montante da penalidade de multa também não deve ser um fator de engessamento do desenvolvimento econômico de cada mercado regulado. Os administrados não podem entrever na sanção um desestímulo à prática de sua própria atividade econômica, mas apenas um desincentivo à prática de condutas ilícitas nessa atividade.

Nesse sentido, há um terceiro critério geral para a aplicação racional da multa, que é a aplicação excepcional de sanções pecuniárias definidas no valor absoluto ou relativo previsto em lei. A esse respeito, deve-se levar em consideração que a função dissuasória da sanção pecuniária não se fortalece necessariamente em razão de valores excessivamente elevados para as multas. Na realidade, o valor da sanção pecuniária deve corresponder à capacidade que esta tem de, efetivamente, desestimular a prática ilícita.

Nessa perspectiva, se a capacidade de detecção do ilícito for baixa, a sanção não deve ser superior à capacidade econômica do sancionado, para que assim seja cumprida a função dissuasória da sanção. Por outro lado, se a capacidade de detecção do ilícito for alta, a sanção deve ser mais gravosa, fazendo com que o caráter dissuasório da multa seja mais efetivo (POLINSKY; SHAVELL, 1991).

CVM e BACEN devem, ainda, considerar o quarto critério geral, qual seja, a observação das maiores e das menores sanções pecuniárias anteriormente aplicadas, em razão da prática do mesmo ilícito punível. Em outras palavras, essas entidades devem ser coerentes com a sua própria jurisprudência administrativa no que concerne à aplicação de multas. Isso não impede que o BACEN e a CVM atualizem os valores das multas aplicáveis dentro do limite legal estabelecido, sob o fundamento da necessidade de se resguardar a efetividade do caráter dissuasório das multas, desde que atentem para o critério da repercussão da imposição de sanções pecuniárias no mercado regulado.

Neste ponto, em razão da expressividade dos valores envolvidos na aplicação de sanções pecuniárias, o BACEN tem desenvolvido critérios objetivos para a definição da pena-base de multa para determinadas infrações. Por exemplo, se uma sociedade de crédito fornecer ao BACEN documentos, dados ou informações incorretos ou em desacordo com os prazos e as condições estabelecidos em normas legais ou regulamentares, o artigo 51, inciso I, da Circular nº 3.857/2017 do BACEN prevê que a pena-base para a multa aplicável será de R\$20.000,00 (vinte mil reais) a R\$500.000,00 (quinhentos mil reais) multiplicada pelo fator de ponderação pertinente às sociedades de crédito fixado no Anexo I da mesma Circular.

No que tange ao quinto critério geral, há de se ressaltar que as decisões administrativas do BACEN e da CVM pela aplicação de multas podem ser impugnadas perante o Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (CRSFN) e o Judiciário.

Dessa forma, exsurge a necessidade de o BACEN e a CVM escolherem bem os fundamentos para a imposição de sanções pecuniárias, tendo em vista o risco de revisão de suas decisões. Este quinto critério funciona como uma forma de reforço à utilização dos demais, visto que o receio de ter uma decisão revisada por uma instância superior faz com que o BACEN e a CVM busquem fundamentar razoavelmente a majoração das multas aplicáveis.

O sexto e último critério geral a ser observado pelas entidades sancionadoras na aplicação de sanções pecuniárias consiste no efetivo recolhimento da multa aplicada. A propósito, em 2017, o Tribunal de Contas da União (TCU) julgou um processo de monitoramento em que verificou a divulgação da arrecadação de multas nos relatórios anuais de gestão de agências reguladoras, órgãos e entidades fiscalizadoras (BRASIL, 2017c). Nesse processo, foi apontado que, entre 2011 e 2014, o BACEN e a CVM recolheram apenas 6,03% do valor das multas aplicadas no mesmo período (ARAUJO, 2019, p. 438-439).

Isso demonstra que a eficiência no recolhimento das multas é fundamental para o cumprimento da função dissuasória da atividade sancionadora do BACEN e da CVM. O efetivo recebimento das sanções pecuniárias aplicadas impede a impunidade no ambiente concorrencial regulado por essas entidades, funcionando como uma ferramenta coercitiva poderosa para o desestímulo de práticas ilícitas.

Sem prejuízo desses seis critérios gerais a serem observados para uma majoração racional do valor da multa, outros parâmetros também devem ser observados pelo BACEN e CVM na escolha do tipo de multa aplicável.

No caso específico da CVM, propõe-se que, havendo determinação do montante da operação irregular, do prejuízo causado ou da vantagem obtida em virtude do ilícito, seja escolhido um dos três critérios elencados no artigo 11, §1º, da Lei nº 6.385/1976 (Brasil, 1976), que fixam o valor não absoluto da multa aplicável. Contudo, havendo dúvida ou inexistindo a apuração desse montante, o valor da multa deverá ser fixado até o montante absoluto máximo definido no artigo 11, §1º, inciso I, da Lei nº 6.385/1976.

No que tange ao BACEN, o critério para a fixação do valor não absoluto da multa não leva em consideração o valor da operação ilícita ou o valor dos prejuízos ou ganhos decorrentes do ilícito. Na realidade, o parâmetro para o cálculo da multa é o de até 0,5% (cinco décimos por cento) da receita dos serviços e produtos financeiros do sancionado –. A utilização de tal critério só poderá ocorrer na imposição de multas a pessoas jurídicas. Ademais, além de ter de observar os critérios gerais antes elencados, o BACEN terá, ainda, de verificar qual sanção possuirá maior efetividade em termos de dissuasão da prática ilícita.

Isso significa que, ao considerar a aplicação de um valor não absoluto como multa, o BACEN também terá de analisar se 0,5% (cinco décimos por cento) da receita dos serviços e produtos financeiros da pessoa jurídica a ser sancionada tem o condão de inibir a prática da conduta ilícita e evitar a reincidência do administrado.

Sobre o tema, a Circular nº 3.857/2017 do BACEN fixou critérios bem razoáveis para a aplicação de sanções. Nela, são previstas circunstâncias agravantes, como a reincidência e a ocorrência de dano à imagem da instituição ou do segmento em que atua, e atenuantes, como a regularização da infração antes da sua detecção pelo BACEN e a reparação dos danos causados comprovada por prova documental. Cada agravante ou atenuante pode aumentar ou reduzir a multa em 20% (vinte por cento). Também foi estipulada uma causa de aumento

de até 100% (cem por cento) da multa quando a infração for a causa da colocação da instituição financeira em crise patrimonial.<sup>25</sup>

A Circular nº 3.857/2017 também limitou os valores das penalidades de multa aplicáveis num mesmo processo administrativo sancionador a instituições financeiras, com o objetivo de assegurar a estabilidade dessas instituições e, por conseguinte, a própria higidez do mercado financeiro. As multas aplicáveis a tais instituições estão limitadas a (i) 25% (vinte e cinco por cento) do capital social; (ii) 50% (cinquenta por cento) do capital mínimo exigido, ou a (iii) 25% (vinte e cinco por cento) do patrimônio líquido.<sup>26</sup> Em relação às demais pessoas jurídicas e físicas, fixou-se o limite de R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais),<sup>27</sup> com exceção das pessoas físicas e pessoas jurídicas prestadoras de serviços de auditoria independente ou cooperativa, sobre as quais a multa terá o limite de R\$5.000.000,00 (cinco milhões de reais) ou até 25% (vinte e cinco por cento) do valor médio mensal dos contratos vigentes com as instituições financeiras durante o período da irregularidade.<sup>28</sup>

Aos administradores das instituições financeiras e das pessoas jurídicas prestadoras de serviços de auditoria independente ou cooperativa, bem como às pessoas físicas responsáveis por esses serviços, fixou-se o limite de até R\$ 5.000.000,00 (cinco milhões de reais) num mesmo processo administrativo sancionador.<sup>29</sup>

Assim, não obstante o significativo aumento dos limites para a aplicação de multas pelo BACEN e CVM, essas entidades reguladoras estão adstritas à observação da proporcionalidade, da coerência com a sua própria jurisprudência, bem como aos próprios critérios já fixados por normas regulamentadoras para a aplicação de penalidades de multas às pessoas físicas e jurídicas em relação às quais é exercido o poder sancionador do BACEN e da CVM.

## 4 LIMITES À ATUAÇÃO SANCIONADORA NO MERCADO FINANCEIRO E DE CAPITAIS

### 4.1 O JUÍZO CONSEQUENCIALISTA NAS DECISÕES ADMINISTRATIVAS

<sup>25</sup> Artigos 55, 56 e 57, da Circular nº 3.857, de 14 de novembro de 2017 do BACEN.

<sup>26</sup> Artigo 59, inciso I, da Circular nº 3.857, de 14 de novembro de 2017 do BACEN.

<sup>27</sup> Artigo 59, inciso IV, da Circular nº 3.857, de 14 de novembro de 2017 do BACEN.

<sup>28</sup> Artigo 59, inciso II, da Circular nº 3.857, de 14 de novembro de 2017 do BACEN.

<sup>29</sup> Artigo 59, inciso III, da Circular nº 3.857, de 14 de novembro de 2017 do BACEN.

Em 2018, a Lei de Introdução às Normas do Direito Brasileiro (LINDB) foi alterada pela Lei nº 13.655/2018, para prever que, nas esferas administrativas, controladoras e judiciais, deverão ser consideradas as consequências das decisões proferidas quando estas forem fundamentadas em valores jurídicos abstratos ou invalidarem atos administrativos. No Brasil, o consequencialismo jurídico revela uma reação à cultura de hipercontrole público que se instaurou no Brasil com a proliferação de instituições, instrumentos e normas de controle da atividade administrativa que aumentam os casos de invalidação de atos, contratos, ajustes, processos e normas administrativas. Com a finalidade de evitar a irresponsabilidade desse hipercontrole e mitigar os efeitos deletérios que dele decorrem, o consequencialismo foi inserido no direito brasileiro como um elemento de fundamentação das decisões administrativas, controladoras e judiciais (MENDONÇA, 2018, p. 45-46).

Nesse sentido, o artigo 21 da LINDB dispõe que, diante da invalidação de atos administrativos, o órgão julgador deverá descrever as consequências jurídicas ou administrativas que dessa invalidação possam decorrer, indicando, também, quando for o caso, a regularização da situação com o objetivo de se evitar ônus e perdas anormais ou excessivos aos sujeitos envolvidos no caso. Portanto, o citado artigo prescreve dois deveres no que concerne às consequências da decisão. O primeiro consiste no de fundamentar as decisões com a indicação das consequências pertinentes. O segundo no de regularizar a situação objeto do controle (MENDONÇA, 2018, p. 58-59).

As decisões administrativas do BACEN e da CVM deverão, *ex vi* do artigo 20, *caput*, da LINDB, observar o consequencialismo, especialmente quando estiverem baseadas em conceitos jurídicos indeterminados. É necessário salientar que, na esfera do Direito Econômico, o uso de conceitos jurídicos indeterminados ou *standards* é algo comum, haja vista o dinamismo dos mercados regulados pelas entidades reguladoras do sistema financeiro nacional. Isso não viola o princípio da tipicidade, segundo o qual deve haver correspondência entre a conduta praticada e a conduta ilícita definida na lei. E, no Direito Administrativo Sancionador, há um menor rigor do que no Direito Penal quanto à definição precisa e detalhada das condutas ilícitas, na medida em que é frequente o uso de noções gerais e *standards* jurídicos (EIZIRIK *et al.*, 2011, p. 306). Por essa razão, esses órgãos reguladores devem, quando da imposição de sanções, ter uma maior preocupação com as consequências de suas decisões.

De acordo com Marçal Justen Filho:

O art. 20 não impôs a preponderância de uma concepção consequencialista do direito. Não estabeleceu que a avaliação dos efeitos determinará a solução a ser adotada, independentemente das regras jurídicas aplicadas. O dispositivo restringe-se a exigir, de modo específico, que a autoridade estatal tome em consideração as consequências práticas da decisão adotada, inclusive para efeito de avaliação da proporcionalidade da decisão a ser adotada. (JUSTEN FILHO, 2018, p. 38)

Ao analisar o conteúdo das consequências a serem apontadas pela autoridade pública, José Vicente Santos de Mendonça destaca que elas devem: (i) ser admissíveis pela Constituição de 1988 e exequíveis; (ii) ser certas e prováveis; (iii) ser imediatas e imediatamente futuras, e (iv) ter alguma base, lógica ou empírica, de evidenciação (MENDONÇA, 2018, p. 58-59). Estamos, assim, diante de um momento histórico de preocupação com a pavimentação de novos e salutaros limites ao poder público e, em especial, à CVM e ao BACEN no âmbito do Direito Administrativo Sancionador.

#### 4.2 INSTAURAÇÃO DE PROCEDIMENTOS ADMINISTRATIVOS PELO BACEN E PELA CVM PARA A INVESTIGAÇÃO DOS MESMOS FATOS

Como entidades reguladoras inseridas no âmbito do sistema financeiro nacional, o BACEN e a CVM exercem suas respectivas funções sancionadoras em mercados diferentes. A regulação e supervisão dos mercados de crédito, monetário e cambial são de competência do BACEN, ao passo que a regulação e supervisão do mercado de capitais é atribuição da CVM. Nada obstante, é comum que processos administrativos sancionadores sejam instaurados por ambas as autarquias com o objetivo de apurar os mesmos fatos, vale dizer, uma mesma conduta pode ensejar a atuação investigativa do BACEN e da CVM simultaneamente. Diante de situações como essa, o princípio *ne bis in idem* deve ser observado, bem como os princípios da igualdade e da boa-fé.

O princípio *ne bis in idem* prescreve que ninguém pode ser condenado duas vezes por um mesmo fato (MEDINA OSÓRIO, 2005, p. 341). Desse postulado, extrai-se a vedação da cumulação de sanções por uma mesma infração num mesmo procedimento administrativo, na medida em que essa cumulação ressoa incompatível com os valores essenciais de um Estado de Direito (MODERNE, 1993. p. 268.), como a proporcionalidade e a segurança jurídica (LORENZO, 1996, p. 111).

A vedação do *bis in idem* não afeta a independência entre as funções judicial e administrativa, decorrendo o exercício de tais funções de valorações autônomas sobre uma

mesma conduta, o que legitima níveis distintos de responsabilidade de natureza administrativa, penal ou civil (MEDINA OSÓRIO, 2005, p. 341).

Ainda assim, se na esfera penal for reconhecida a inexistência do fato ou autoria, tal conclusão deverá vincular as demais instâncias administrativas e judiciais que estejam se debruçando sobre a investigação do mesmo fato. Essa vinculação tem como fundamento a necessidade de se garantir coerência e unidade no sistema jurídico.

No âmbito da atividade sancionadora do BACEN e da CVM, a controvérsia existente gravita em torno da possibilidade de aplicação do princípio *ne bis in idem* na mesma esfera punitiva administrativa, ainda que em procedimentos diferentes. Para isso, vale mencionar que tal princípio possui pressupostos a serem observados para a sua aplicação, quais sejam: (i) identidade subjetiva; (ii) identidade fática, e (iii) identidade de fundamento legal.

Há identidade subjetiva, quando o sujeito passivo é o mesmo, isto é, o acusado em relação ao qual se aplica a sanção é a mesma pessoa. Por sua vez, há identidade fática quando os fatos que constituem a infração e que estão contemplados na norma sancionadora são idênticos. Já a identidade de fundamento legal ocorre quando a norma sancionadora violada é a mesma ou, havendo violação a normas diferentes, os bens jurídicos por elas protegidos são semelhantes (EIZIRIK *et al.*, 2011, p. 323).

No que concerne à atividade sancionadora do BACEN e da CVM, havendo procedimentos instaurados pelas duas entidades para a apuração dos mesmos fatos, deve-se verificar se os requisitos acima expostos foram preenchidos. Caso isso ocorra, o princípio *ne bis in idem* deve ser aplicado, com vistas a evitar a imposição de mais de uma sanção administrativa pela prática da mesma conduta.

É comum que haja identidade subjetiva e identidade fática quando o BACEN e a CVM instauram procedimentos administrativos concorrentes para a apuração de um mesmo fato. Contudo, no que tange à identidade de fundamento legal, tais procedimentos são instaurados, em razão da violação a normas sancionadoras diferentes.

Nesse sentido, tem-se sustentando que os bens jurídicos tutelados pelas duas autarquias são diferentes, tendo em vista os diferentes interesses protegidos pelas normas editadas por cada entidade reguladora. Em voto proferido pelo Diretor Relator Pablo Renteria no Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2013/6183, foi afirmado que:

(...) a atuação concorrente do BACEN e da CVM não fere o princípio do *non bis in idem*, quando as atividades sancionadoras dos dois órgãos se fundamentam em normas editadas para tutelar bens jurídicos distintos e que foram simultaneamente

violadas mediante a prática de uma mesma conduta. De fato, são diferentes os bens jurídicos tutelados pelas duas autarquias no presente caso (...).<sup>30</sup>

As competências de regulação e supervisão definidas em lei e atribuídas ao BACEN e à CVM são diversas, visto que o primeiro fiscaliza o mercado de crédito, cambial e monetário e a segunda o mercado de capitais. Dessa forma, a dupla atuação do BACEN e da CVM na investigação de um mesmo fato praticado pelos mesmos acusados é possível, mas deve ser feita com cautela, tendo em vista que as operações supervisionadas por essas entidades são, em regra, diferentes.

Os princípios da igualdade e da boa-fé objetiva devem, por exemplo, ser considerados como limites à atuação do BACEN e da CVM na apuração do mesmo fato sancionável. A igualdade é indispensável para que a Administração Pública não decida de forma diferente em relação ao mesmo administrado e a boa-fé objetiva é necessária para que a Administração Pública elimine contradições que possam existir na aplicação do direito. Desses dois princípios, foi desenvolvida a teoria das autolimitações (ou autovinculações) administrativas, segundo a qual a Administração Pública não deve, quando estiver diante da presença dos mesmos elementos fáticos, adotar entendimentos contraditórios ou desconformes a precedentes anteriores.

Com o propósito de evitar o surgimento de decisões contraditórias, tal teoria também é aplicada quando mais de uma entidade da Administração Pública possui competência para fiscalizar determinada conduta praticada por um particular (ARAGÃO, 2008), como no caso do BACEN e da CVM.

Diante da atuação concorrente dessas entidades reguladoras do mercado financeiro e de capitais, a coerência na aplicação do direito deve ser a regra. Nesse contexto, se uma das duas autarquias concluiu pela absolvição do particular quanto a determinada infração, tal circunstância deve ser levada em consideração pela outra na sua esfera de competência sancionadora, mesmo que a infração se refira à norma jurídica diferente, visto que os fatos são os mesmos. Por essa razão, a entidade que decidir posteriormente deverá considerar a circunstância de, em outro procedimento, o administrado ter sido condenado ou absolvido e fundamentar a sua divergência.

---

<sup>30</sup> Decisão do Colegiado da CVM no Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2013/6183, Rel. Pablo Renteria, j. em 22.11.2016. Disponível em <[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)>. Acesso em: 15/12/2018.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente artigo dedicou-se a elencar critérios racionais para a atuação sancionadora do BACEN e da CVM no âmbito do mercado financeiro e de capitais considerando as principais alterações promovidas pela Lei nº 13.506/2017 no regime sancionador dessas entidades.

Essas duas autarquias devem observar os seguintes critérios gerais na sua atuação sancionadora (i) as circunstâncias fáticas e pessoais do caso concreto; (ii) a repercussão da aplicação da multa no mercado; (iii) a aplicação excepcional do valor máximo legalmente previsto da multa; (iv) o maior e do menor valor dentre as sanções pecuniárias anteriormente aplicadas pela prática do mesmo ilícito; (v) a possibilidade de revisão do valor das multas, e (vi) o recolhimento efetivo das multas.

Ademais, com vista a praticar uma atividade sancionadora coerente, o BACEN e a CVM devem observar a proporcionalidade em processos administrativos sancionadores, a necessidade de utilização de um juízo consequencialista quando suas decisões forem tomadas com base em conceitos jurídicos indeterminados e, por último, devem ter uma atuação, à medida do possível, conjunta, a fim de que a decisão tomada por uma em matéria de sanção seja, ao menos, considerada pela outra em procedimentos sancionadores que investiguem os mesmos fatos sancionáveis.

É necessário que a atuação administrativa sancionadora dessas entidades seja coerente com os fins que as legitimam, dentre eles o de prevenir ilícitos administrativos no mercado financeiro e de capitais. E é por meio da observação dos parâmetros apresentados neste artigo que entendemos ser possível a construção de um caminho de racionalidade na instauração de processos administrativos sancionadores no mercado financeiro e de capitais brasileiro, mormente porquanto tem se mostrado pouco exitosa em nosso país a lógica de que quanto maior for a pena e maior a diversidade de instâncias punitivas, mais eficaz será a sanção.

## REFERÊNCIAS

ANDREZO, Andrea Fernandes; LIMA, Iran Siqueira. Introdução ao Mercado Financeiro. In: LIMA, Iran Siqueira; LIMA, Gerlando Augusto Sampaio Franco de; PIMENTEL, René Coppe (Coords.). *Curso de mercado financeiro: tópicos especiais*. São Paulo: Atlas, 2010.

ARAGÃO, Alexandre Santos de. Teoria das autolimitações administrativas: atos próprios, confiança legítima e contradição entre órgãos administrativos. *Revista Eletrônica de Direito Administrativo Econômico*, Salvador, n. 14, p. 1-15, mai./jun./jul. 2008. Disponível em: <http://www.direitodoestado.com.br/artigo/alexandre-aragao/teoria-das-autolimitacoes-administrativas-atos-proprios-confianca-legitima-e-contradicao-entre-orgaos-administrativos>. Acesso em: 15 dez. 2018.

ARAUJO, Valter Shuenquener de. Direito administrativo sancionador no Brasil: uma contribuição para a efetividade dos direitos fundamentais. In: ARABI, Abhner Youssif Mota; MALUF, Fernando; MACHADO NETO, Marcello Lavenère (Coords.). *Constituição da República 30 anos depois: uma análise da eficiência dos direitos fundamentais*. Estudos em homenagem ao Ministro Luiz Fux. Belo Horizonte: Fórum, 2019.

ASSAF NETO, Alexandre. *Mercado financeiro*. São Paulo: Atlas, 2005.

BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA. *Comunicación "A" 6625, de 09 de enero de 2019*. Disponível em: <http://www.bcra.gov.ar/pdfs/comytexord/A6625.pdf>. Acesso em: 07 fev. 2019.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Circular nº 3.857, de 14 de novembro de 2017*. Dispõe sobre o rito do processo administrativo sancionador, a aplicação de penalidades, o termo de compromisso, as medidas acautelatórias, a multa cominatória e o acordo administrativo em processo de supervisão previstos na Lei nº 13.506, de 13 de novembro de 2017. Disponível em: [https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/50461/Circ\\_3857\\_v2\\_P.pdf](https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/50461/Circ_3857_v2_P.pdf). Acesso em 08 dez. 2018.

\_\_\_\_\_. *Portaria nº 84.287, de 27 de fevereiro de 2015*. Divulga o novo Regimento Interno do Banco Central do Brasil. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/Adm/RegimentoInterno/RegimentoInterno.pdf>. Acesso em: 08 dez. 2018.

BARCELLOS, Ana Paula de. *Curso de direito constitucional*. Rio de Janeiro: Forense, 2018.

BUNDESREPUBLIK DEUTSCHLAND. *Gesetz über den Wertpapierhandel*. Ursprüngliche Fassung vom: 26. Juli 1994. Neubekanntmachung vom: 9. September 1998. Inkrafttreten der letzten Änderung: 25. Januar 2019. Disponível em: <https://www.gesetze-im-internet.de/wphg/>. Acesso em: 07 fev. 2019.

BRASIL. *Justificativa do PL nº 8.843, de 17 de outubro de 2017* (apresentado pelo Deputado Federal Pauderney Avelino em 17.10.2017 e transformado na Lei Ordinária nº 13.506, de 13 de novembro de 2017). Disponível em <http://www.camara.gov.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=2156331>. Acesso em: 08 fev. 2018, 2017a.

\_\_\_\_\_. *Justificativa do Projeto de Lei nº 8.843/2017* (apresentado pelo Deputado Federal Pauderney Avelino em 17.10.2017 e transformado na Lei Ordinária nº 13.506, de 13 de novembro de 2017). Disponível em

<http://www.camara.gov.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=2156331>. Acesso em: 08 dez. 2018.

\_\_\_\_\_. *Lei nº 6.385, de 07 de dezembro de 1976*. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/LEIS/L6385.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6385.htm). Acesso em: 04 out. 2018, 1976.

\_\_\_\_\_. *Lei nº 13.506, de 13 de novembro de 2017*. Dispõe sobre o processo administrativo sancionador na esfera de atuação do Banco Central do Brasil e da Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_Ato2015-2018/2017/Lei/L13506.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2015-2018/2017/Lei/L13506.htm). Acesso em: 04 out. 2018, 2017b.

\_\_\_\_\_. Tribunal de Contas da União (Plenário). *Acórdão 1970/2017* (Processo nº 029.688/2016-7), 2017c.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo Administrativo Sancionador nº RJ2013/6183*. Diretor Relator: Pablo Renteria, 22 de novembro de 2016. Disponível em [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br). Acesso em: 15 dez. 2018.

\_\_\_\_\_. *O mercado de valores mobiliários brasileiro*. 3. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2014.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia et al. *Mercado de capitais: regime jurídico*. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

FADANELLI, Vinícius Krüger Chalub; BRAUN, Lucas. Artigo 11. In: CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (Coords.). *Comentários à Lei do Mercado de Capitais: Lei nº 6.385/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

JUSTEN FILHO, Marçal. Art. 20 da LINDB: dever de transparência, concretude e proporcionalidade nas decisões públicas. *Revista de Direito Administrativo*, Rio de Janeiro: FGV Direito Rio, Edição Especial: Direito Público na Lei de Introdução às Normas de Direito Brasileiro – LINDB (Lei nº 13.655/2018), 2018.

KÜMPPEL, Siegfried. *Direito do Mercado de Capitais: do ponto de vista do direito europeu, alemão e brasileiro – introdução*. Rio de Janeiro: Renovar, 2007.

LORENZO, Susana. *Sanciones administrativas*. Montevideu: Editorial B de F, 1996.

MEDINA OSÓRIO, Fábio. *Direito administrativo sancionador*. 2. ed. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2005.

MENDONÇA, José Vicente Santos de. Art. 21 da LINDB: indicando consequências e regularizando atos e negócios. *Revista de Direito Administrativo*, Rio de Janeiro: FGV Direito Rio, Edição Especial: Direito Público na Lei de Introdução às Normas de Direito Brasileiro – LINDB (Lei nº 13.655/2018), 2018.

MODERNE, Frank. *Sanctions administratives et justice constitutionnelle: contribution à l'étude du jus puniendi de l'Etat dans les démocraties contemporaines*. Paris: Ed. Economica, 1993.

POLINSKY, A. Mitchell; SHAVELL, Steven. A note on optimal fines when wealth varies among individuals. *The American Economic Review*, Pittsburgh, v. 81, n. 3, p. 618-621, jun. 1991.

PONTES, Helenilson Cunha Pontes. *O princípio da Proporcionalidade e o Direito Tributário*. São Paulo: Dialética, 2000.

PRADO, Viviane Muller; PIMENTA, Guilherme. Especial MP 784: Reforço da punição. Efetivo fortalecimento do sistema de *enforcement* da CVM?. *Jota*, 19 jun. 2017. Disponível em <https://www.jota.info/opiniao-e-analise/artigos/reforco-da-punicao-pela-mp-784-19062017>. Acesso em: 08 jan. 2019.

RÉPUBLIQUE FRANÇAISE. *Códe monétaire et financier, décidé par la Loi n° 99-1071 du 16 décembre 1999, par l'ordonnance n° 2000-1223 du 14 décembre 2000 (pour sa partie législative) et par le décret n° 2005-1007 du 2 août 2005 (pour sa partie réglementaire)*. Paris: Presidência da República, 2019. Disponível em: [https://www.legifrance.gouv.fr/affichCode.do;jsessionid=E5541596A933E92517B760711E8833F1.tplgfr32s\\_1?idSectionTA=LEGISCTA000021724345&cidTexte=LEGITEXT000006072026&dateTexte=20190207](https://www.legifrance.gouv.fr/affichCode.do;jsessionid=E5541596A933E92517B760711E8833F1.tplgfr32s_1?idSectionTA=LEGISCTA000021724345&cidTexte=LEGITEXT000006072026&dateTexte=20190207). Acesso em: 07 fev. 2019.

REPUBLICA ARGENTINA. *Ley n° 21.562, de 14 de febrero de 1977*. Disponível em: <http://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/anexos/15000-19999/16071/texact.htm>. Acesso em: 07 fev. 2019.

\_\_\_\_\_. *Ley n° 26.831, de 27 diciembre de 2012*. Disponível em: <https://www.bcr.com.ar/Lists/Capitales%20Marco%20Legal/Attachments/21/Ley%2026831%20Reforma%20Mercado%20de%20Capitales.pdf>. Acesso em: 07 fev. 2019.

\_\_\_\_\_. *Comunicación "A" 6202, de 16 de marzo de 2017*. Disponível em: <https://www.bcra.gob.ar/Pdfs/comytexord/A6202.pdf>. Acesso em: 07 fev. 2019.

UNITED STATES OF AMERICA. *Federal Reserve Act of 1913*. Enacted on December 23, 1913. Disponível em: <https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/officialtitle-preamble.htm>. Acesso em: 07 fev. 2019.

\_\_\_\_\_. *Securities Act of 1933, enacted on May 27, 1933*. Disponível em: <http://legcounsel.house.gov/Comps/Securities%20Act%20Of%201933.pdf>. Acesso em: 07 fev. 2019.

\_\_\_\_\_. *Securities Exchange Act of 1934, enacted on June 6, 1934*. Disponível em: <http://legcounsel.house.gov/Comps/Securities%20Exchange%20Act%20Of%201934.pdf>. Acesso em: 07 fev. 2019.