

DOSIMETRIA DAS SANÇÕES EM PROCESSO ADMINISTRATIVO SANTIONADOR DA CVM: CONSIDERAÇÕES PENAIS E ADMINISTRATIVAS¹

Adriano Teixeira Guimarães*

Juliana Bonacorsi de Palma**

Viviane Muller Prado***

Resumo: O objeto de estudo deste artigo é a dosimetria da pena prevista na Lei 13.507/2017 e na Resolução 45/2021. Este estudo pretende verificar se os critérios especificados na norma administrativa são suficientes para trazer mais segurança e previsibilidade na aplicação de padrão mais elevado de definição das penas pela CVM. A análise, sob o ponto de vista penal e administrativo, sugere que a norma não traz o grau de detalhamento necessário para orientar a autoridade reguladora. A observância, no entanto, da Nova LINDB na motivação das decisões, em especial, na definição da pena ao longo do processo trifásico, tem o potencial de tornar a atividade sancionadora da

¹ Esta é uma versão revisada e atualizada de artigo publicado na coletânea Processo Societário IV, coordenada por Flávio Luiz Yarshell e Guilherme Setoguti J. Pereira, São Paulo, Quartier Latin, 2021. Para esta versão, agradecemos os comentários de Daniel Matos Caldeira, editor-chefe da Revista da GCU.

* Professor da FGV Direito São Paulo; Doutor e mestre (LL.M) em Direito pela Ludwig-Maximilians-Universität, de Munique; estágio pós-doutoral na Humboldt-Universität, de Berlim, com bolsa da Fundação Fritz Thyssen.

** Professora da FGV Direito SP, Brasil. Coordenadora do Grupo Público da FGV Direito SP. Mestre e Doutora pela Faculdade de Direito da USP. Master of Laws pela Yale Law School.

*** Professora da FGV Direito SP. Coordenadora do Núcleo de Estudos em Mercados Financeiro e de Capitais da FGV Direito SP. Doutora pela Faculdade de Direito da USP.

CVM mais racional, previsível, controlável e isonômica.

Palavras-Chave: Dosimetria da Pena. CVM. Processo Administrativo Sancionador

PENALTIES' DOSIMETRY IN CVM'S ADMINISTRATIVE SANCTIONING PROCEEDING: CRIMINAL AND ADMINISTRATIVE CONSIDERATIONS

Abstract: This article aims to analysis the new dosimetry rule for the definition of the amount of the financial penalties on the CVM Administrative Sanctioning Proceeding considering the provisions of the Law 13.507/2017 and the CVM Rule n. 45/2021. The research objective is to verify if the new criteria are sufficient for the predictability of the new dosimetry decision. From a criminal and administrative perspective, the new standards do not necessary provide the degree of detail necessary to guide the regulator. However, the decisions' motivation according to the Nova LINDB, especially in the definition of the penalty throughout the three-phase process, has the potential to turn the CVM's sanctioning activity more rational, predictable, controllable and isonomic.

Keywords: Dosimetry of the penalties. Brazilian Securities Commission. Administrative Sanctioning Proceeding.

1. INTRODUÇÃO



Em 2017, houve reforma legislativa do regime jurídico de processos sancionadores da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) pela Lei 13.506/2017 – Lei do Processo Administrativo Sancionador da CVM e do Banco Central (Bacen). Um dos fundamentos para as modificações foi a crença que severidade e rigor

das penalidades aplicadas aos agentes de mercado que praticam atos ilícitos são capazes de evitar novos comportamentos contrários às regras que pretendem a proteção dos investidores e a lisura no mercado de capitais (*deterrence-based regulation*) (AYRES, BRAITHWAITE, 1992, p. 20).

Entre as mudanças da nova lei, está a elevação do valor máximo de pena pecuniária a ser aplicada pela CVM. Se antes a lei trazia a cifra de R\$ 500.000,00 (quinhentos mil reais) como pena máxima, se não fosse adotado o critério do valor da operação ou da vantagem auferida com o ilícito; agora o limite foi elevado para R\$ 50.000.000,00 (cinquenta milhões de reais). Com isto, aumenta a discricionariedade do regulador na sua atividade punitiva, no ato de definir qual é o montante a ser pago a título de multa pecuniária. Retomando o fundamento da reforma legislativa, a pergunta que surge é a seguinte: qual penalidade seria suficiente para sinalizar ao mercado que determinada conduta é fortemente reprovável e para desincentivar que outros agentes praticassem atos contrários às regras de mercado de capitais?² Sob o ponto de vista normativo, a questão relaciona-se com a fundamentação da decisão pelo Colegiado da CVM em processo sancionador para justificar o valor da pena.

A nova regra legal trouxe a necessidade de regulamentar³ especificamente os artigos 33 e seguintes da Lei 13.507/2017 sobre dosimetria. Em vista disto, a CVM editou a Instrução Normativa 607/2019, que, entre outras inovações, traz regulamentação sobre a dosimetria das sanções (Seção VII). Em razão de mudança de nomenclatura das normas administrativas federal, tal instrução foi revogada sem alteração de conteúdo pela

²A mesma questão é explorada por Schell-Busey, Simpson, Rorie e Alper. (SHELL-BUSEY, SIMPSON, RORIE, ALPER, 2016, p. 387–416). As autoras concluem que políticas regulatórias que combinem monitoramento constante e cooperação ou educação tendem a reduzir a quantidade de crimes empresariais.

³Sobre o dever regulamentar a aplicação de sanções administrativas (processo e dosimetria), garantindo-se previsibilidade para adequação do comportamento regulatório esperado, ver SUNDFELD, CÂMARA, 2010.

Resolução CVM 45/2021.

Tal como o espírito geral da Instrução, as novas regras de dosimetria têm como objetivo trazer mais segurança e previsibilidade para a atuação punitiva da CVM. Para tanto, claramente o regulador baseou-se no sistema de aplicação da pena previsto no Código Penal (CP), procurando adaptá-lo à realidade do sistema normativo do mercado de capitais.

A pergunta de pesquisa deste estudo é a seguinte: os critérios especificados na atual Resolução CVM 45/2021 são suficientes para trazer mais segurança e previsibilidade na aplicação da nova dosimetria prevista na Lei 13.507/2017? Diante do aumento da discricionariedade do regulador para determinar o valor das penalidades pecuniárias e da adoção do método trifásico para definição do montante da sanção, o objetivo deste trabalho é analisar a nova regulamentação de forma interdisciplinar, tanto sob do ponto de vista dos princípios e regras do Direito Administrativo quanto do direito penal.

A metodologia utilizada para responder à pergunta de pesquisa é a análise de documentos aptos a reconstruir o processo legislativo da Lei 13.506/2017, da norma administrativa, bem como exame da literatura jurídica administrativa e penal pertinente ao tema da dosimetria da pena.

2. CONTEXTO DOS NOVOS CRITÉRIOS DE DOSIMETRIA DA RESOLUÇÃO CVM 45/2021

Para cumprir o seu mandato legal de proteger investidores e manter o mercado de valores mobiliários justo, eficiente e transparente, o art. 4º. Da Lei 6.385/1976 atribui à CVM competência para criação de normas, monitoramento do mercado e punição dos ilícitos praticados por aqueles que estão sujeitos ao seu poder regulador.⁴

⁴A competência para criação de normas e fiscalização estão previstas no art. 8º e para punição no art. 11, ambos artigos da Lei 6.385/1976.

Comprovada a prática de ilícito, a CVM pode⁵ aplicar as seguintes sanções, isolada ou cumulativamente⁶: advertência, multa, inabilitação temporária para ocupar cargos ou para o exercício de atividades, suspensão de autorização ou registro para o exercício de atividades, proibição temporária para a prática de determinadas atividades ou operações.⁷

Em relação ao valor da multa, a redação original de 1976 estabelecia que ela não podia exceder o maior dos seguintes valores: quinhentas vezes o valor nominal de uma ORTN (Obrigação Reajustável do Tesouro Nacional); ou 30% o valor da emissão ou operação irregular. Esses critérios foram objeto de reforma legislativa em 1997⁸, que estabeleceu outros parâmetros. O montante da sanção pecuniária não podia ultrapassar montantes equivalentes a: R\$ 500.000,00 (quinhentos mil reais); 50% o valor da emissão ou operação irregular; ou três vezes o montante da vantagem econômica obtida ou da perda evitada em decorrência do ilícito.

Estes critérios permaneceram em vigor até 2017, quando se editou a Medida Provisória 784/2017, que elevou o limite do valor da multa para R\$ 500.000.000,00 (quinhentos milhões de reais) e acrescentou um novo critério, qual seja, 20% o valor do faturamento total individual ou consolidado do grupo econômico, obtido no exercício anterior à instauração do processo administrativo sancionador, no caso de pessoa jurídica.

A Exposição de Motivos da MP 784/2017 esclarecia que o aprimoramento do processo administrativo buscava atuação mais efetiva com o objetivo de dissuadir práticas ilícitas e de

⁵Até a decisão de primeira instância, além da sanção regulatória a CVM pode celebrar termo de compromisso com o investigado em processo administrativo sancionador, o qual se obriga a cessar a prática reputada ilícita ou corrigir as irregularidades, sem prejuízo da indenização pelos prejuízos. Cf. art. 11, §5º, Lei n.º 6.385/1976.

⁶Havia discussão sobre a possibilidade de aplicação cumulativa de sanções. A reforma legislativa de 2017 previu expressamente a possibilidade de cumulatividade das sanções, no caput do art. 11 da Lei 6.385/1976.

⁷Cf. Art. 11, Lei 6.385/1976.

⁸ Reforma feita pela Lei 9.457/1997.

manter a confiança e credibilidade no regulador.⁹ Especificamente sobre a elevação dos critérios para o limite máximo da multa falou-se da necessidade de o regulador poder “aplicar medidas efetivas, proporcionais e dissuasivas”¹⁰ ou ainda “conferir à CVM a possibilidade de aplicação de sanções ainda mais efetivas, do ponto de vista prático, e mais severas, em termos pecuniários.”¹¹

A MP 784/2017, no entanto, perdeu a eficácia por não ter sido convertida em lei. Apesar disto, voltou em forma de projeto de lei (Projeto de Lei 8.847/2017)¹², tramitando em regime de

⁹Cf. Exposição de Motivos da MP 784, assinada por Ilan Goldfajn e Henrique de Campos Meirelles, disponível em: <https://www2.camara.leg.br/legin/fed/med-pro/2017/medidaprovisoria-784-7-junho-2017-785029-exposicaoodemotivos-153005-pe.html>, com a seguinte redação: “4. O projeto também atualiza e aprimora procedimentos relativos aos processos sancionadores conduzidos no âmbito da CVM, de modo que sua atuação possa ser ainda mais efetiva, dissuadindo a prática de infrações e mantendo a confiança no ambiente regulatório do mercado de capitais e a credibilidade de seu órgão regulador, aspectos essenciais ao desenvolvimento econômico do País.” Ou ainda ao final da Exposição de Motivos, afirma-se: “23. A eficiência de todo o mercado depende de um sistema adequado para assegurar o cumprimento das normas que o regem e reprimir, em tempo hábil e de maneira eficaz, as condutas ilícitas detectadas, as quais causam impactos capazes de afetar a credibilidade e a harmonia do próprio mercado e, em última análise, da economia do País. Impactos dessa natureza acarretam óbvios e inegáveis prejuízos ao Brasil, razão pela qual precisam, notadamente no atual contexto de crise, ser urgentemente mitigados, inclusive para a retomada do crescimento”.

¹⁰Cf. Item 7 da Exposição de Motivos da MP 784: “7. Ademais, a proposta traz novos parâmetros para a aplicação de penalidades, assegurando que a autoridade supervisora possa aplicar medidas efetivas, proporcionais e dissuasivas.”

¹¹Cf. Item 9 da Exposição de Motivos da MP 784: “9. Apesar dos inegáveis avanços introduzidos pela Lei nº 9.457, de 5 de maio de 1997, o fato é que, passados quase vinte anos daquelas alterações, e considerando a rápida e dinâmica evolução do mercado e de seus participantes, impõe-se conferir à CVM a possibilidade de aplicação de sanções ainda mais efetivas, do ponto de vista prático, e mais severas, em termos pecuniários.”

¹² Cf. Justificativa do Projeto de Lei 8843/2017 https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/prop_mostrarintegra;jsessionid=1B18CDBF2E952334342A4DA3CCF2639C.proposicoesWebExterno2?codteor=1609736&filename=Tramitacao-PL+8843/2017. Acesso em: 30 abr.2021. “Trata-se de projeto de lei apresentado em decorrência da iminente perda de eficácia da MPV nº 784, de 2017, pela sua não conversão em lei dentro do prazo fixado pelo art. 62 da Constituição Federal.”

urgência na Câmara dos Deputados e no Senado. No final de 2017, o projeto foi aprovado levando à edição da Lei 13.506/2017, trazendo novas regras para o processo administrativo sancionador na esfera do Banco Central do Brasil e da CVM.

Esta reforma da lei de mercado de capitais trouxe inovações relevantes, tais como o aumento do valor da penalidade máxima a ser aplicada pela CVM, a criação do acordo administrativo em processo de supervisão, a retirada do efeito suspensivo automático das decisões da CVM quando da interposição de recursos ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (CRSFN) se a pena for suspensão de autorização, inabilitação ou proibição temporária.

Os critérios para determinar o valor máximo da multa da Lei 13.506/2017 foram mais brandos se comparados com os previstos na MP 784/2017, com redução de R\$ 500.000.000,00 (quinhentos milhões de reais) para R\$ 50.000.000,00 (cinquenta milhões de reais) e com a exclusão da multa referenciada no faturamento da empresa, mas com a inclusão da possibilidade de o valor pecuniário da multa poder representar o dobro do dano causado aos investidores pela prática ilícita. O artigo 11, parágrafo primeiro da Lei 6.385/1976 passou a ter a seguinte redação:

“Art. 11. (...)

Parágrafo Primeiro. A multa deverá observar, para fins de dosimetria, os princípios da proporcionalidade e da razoabilidade, a capacidade econômica do infrator e os motivos que justifiquem sua imposição, e não deverá exceder o maior destes valores:

I- R\$ 50.000.000,00 (cinquenta milhões);

II- o dobro o valor da emissão ou da operação irregular;

III- 3 (três) vezes o montante da vantagem econômica obtida ou da perda evitada em decorrência do ilícito; ou

IV- o dobro do prejuízo causado aos investidores em decorrência do ilícito.”

Das quatro alternativas de critérios para determinação do

valor de multa, três guardam relação com a prática ilícita, quais sejam: dobro do valor da emissão ou operação irregular, três vezes o valor da vantagem indevida e o dobro do prejuízo causado aos investidores. Apenas um critério representa valor sem conexão com o ato ilícito, que é a pena máxima de R\$ 50.000.000,00 (cinquenta milhões).

A tabela abaixo sistematiza a disciplina do limite máximo das sanções regulatórias no mercado de capitais ao longo das diferentes redações do art. 11, §1º, da Lei 6.385/1976:

Quadro 01 – Critérios e definição do máximo sancionatório do art. 11, §1º, da Lei 6.385/76 por redação legislativa

	<i>Redação original</i>	<i>Lei 9.457/97</i>	<i>MP 784/2017</i>	<i>Lei 13.506/2017</i>
<i>Valor pecuniário</i>	500x uma ORTN	R\$ 500 mil	R\$ 500 milhões	R\$ 50 milhões
<i>Emissão ou operação irregular</i>	30%	50%	Dobro	Dobro
<i>Vantagem econômica</i>	-	3x	3x	3x
<i>Perda evitada</i>	-	3x	3x	3x
<i>Faturamento total (PJ)</i>	-	-	20%	-
<i>Prejuízo aos investidores</i>	-	-	-	Dobro

Fonte: elaboração própria.

Com a necessidade de regulamentação da nova legislação pela CVM¹³, foi esperado pelos agentes de mercado que as novas regras administrativas trouxessem alguns parâmetros para a concretização da dosimetria que pautará o regulador para definir o valor da multa, em especial, na elevação do valor de R\$ 500 mil reais para R\$ 50 milhões, sem referência com a prática ilícita. Dentro deste contexto, foi editada a Instrução da CVM 607/2019, atual Resolução CVM 45/2021.

A primeira inovação da norma administrativa foi a

¹³Cf. art. 69, Lei 13.506/2017: “Art. 69. O Conselho Monetário Nacional, o Banco Central do Brasil e a Comissão de Valores Mobiliários editarão normas complementares ao disposto nesta lei.”

adoção de três fases para determinar a dosimetria da pena, nos termos do artigo 62, que estabelece:

Na dosimetria da pena, salvo se aplicada a penalidade de advertência, o Colegiado fixará a pena-base, aplicando na sequência as circunstâncias agravantes e atenuantes, bem como a causa de redução da pena, nessa ordem.

Conforme explicitado no edital da Audiência Pública SDM 02/2018 referente à minuta da Instrução, a escolha das três fases tem o objetivo de:

[C]onferir maior segurança jurídica aos regulados em relação ao rito dos procedimentos relativos à atuação sancionadora da CVM. Nesse sentido, a Minuta contém dispositivos que delimitam a individualização da penalidade ao acusado (por meio do estabelecimento de critérios específicos para fixação de pena-base e aplicação de circunstâncias agravantes e atenuantes), estabelece limites máximos para a multa fundada no inciso I do § 1º do art. 11 da Lei nº 6.385, de 1976, (...). No geral, tais alterações conferem maior previsibilidade aos regulados em relação à atuação sancionadora do regulador.¹⁴

Em outra passagem do edital, retoma-se a ideia de estarem sendo especificados critérios precisos e objetivos:

Ao mesmo tempo, a CVM entende oportuno estabelecer critérios precisos que, de um lado, diferenciem as infrações administrativas de acordo com seu grau de gravidade e, de outro, confirmam parâmetros objetivos para a fixação das penalidades que poderão ser impostas em cada caso. Nesse sentido, a CVM estabeleceu três procedimentos que deverão ser observados no âmbito da dosimetria das penas: fixação da pena-base, aplicação de circunstâncias agravantes e atenuantes, e aplicação de causa de redução da pena (sempre nesta ordem, nos termos do art. 64).¹⁵

Para o primeiro passo, fixação da pena-base, os critérios da Resolução CVM 45/2021 praticamente reproduzem o texto

¹⁴ Cf. Edital de Audiência Pública SDM 02/18: http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2018/sdm0218.html. Acesso em: 30 abr. 2021.

¹⁵ Cf. Edital de Audiência Pública SDM 02/18: http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2018/sdm0218.html. Acesso em 30/04/2021.

da Lei 13.506/2018, que reformou o artigo 11 da Lei 6.385/1976, como fica visível no quadro abaixo.

Quadro 02 – Comparativo da redação normativa da Lei 6.385/76 com a Resolução CVM 45/2021 quanto ao critérios de dosimetria da multa / sanção regulatória

<i>Artigo 11, parágrafo 1º, Lei 6.385/1976, com redação dada pela Lei 13.506/2018</i>	<i>Art. 63, Resolução CVM 45/2021</i>
A multa deverá observar, para fins de dosimetria, os princípios da proporcionalidade e da razoabilidade, a capacidade econômica do infrator e os motivos que justifiquem sua imposição, e não deverá exceder o maior destes valores: (...)	Art. 63. Na fixação da pena-base, o Colegiado observará os princípios da proporcionalidade e da razoabilidade, bem como a capacidade econômica do infrator e os motivos que justifiquem a imposição da penalidade.

Fonte: elaboração própria.

Para definir a pena-base, portanto, a discricionariedade decisória do Colegiado será exercida dentro dos princípios da proporcionalidade e da razoabilidade, a capacidade econômica do infrator e os motivos que justifiquem a imposição da penalidade.

Ainda para a definição da pena-base, a Resolução CVM 45/2021 traz um limite ao julgador a depender exclusivamente da conduta ilícita. Por isto, dividiu condutas em cinco grupos conforme a sua gravidade, conforme anexo A da Resolução reproduzido abaixo.

Quadro 03 – Grupos de infrações administrativas ao mercado de capitais e Valores Máximos da pena-base definidos no anexoA da Resolução CVM 45/2021

<i>Grupos</i>	<i>Infração Administrativa</i>	<i>Valor máximo da pena-base pecuniária</i>
<i>Grupo I</i>	I – relacionadas à elaboração e manutenção dos livros sociais; II – previstas especificamente no Anexo C desta Resolução, ressalvadas as condutas descritas neste Anexo; III – não observância de prazo para convocação de assembleia geral de cotistas de fundos de investimento; IV – não divulgação de informações periódicas e eventuais, exceto não divulgação ou divulgação em desconformidade com a forma prevista na regulamentação de ato ou fato relevante; V – violação às normas que dispõem sobre as atividades de agente autônomo de investimento, analista de	R\$ 300.000,00 (trezentos mil reais)

	valores mobiliários e consultor de valores mobiliários; e 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.	
<i>Grupo II</i>	I – não divulgação ou divulgação em desconformidade com a forma prevista na regulamentação de ato ou fato relevante; II – não elaboração ou elaboração de informações periódicas e eventuais em desconformidade com a regulamentação e a legislação aplicáveis, exceto a elaboração das demonstrações financeiras; III – violações que constituam infrações graves às normas que dispõem sobre as atividades de agente autônomo de investimento, analista de valores mobiliários e consultor de valores mobiliários; IV – violações às normas que dispõem sobre as atividades de agente fiduciário; e V – exercício irregular de atividade auditor independente.	R\$ 600.000,00 (seiscentos mil reais)
<i>Grupo III</i>	I – relacionadas à fixação do preço de emissão em sede de aumento de capital social de companhia aberta mediante subscrição de ações; II – relacionadas à elaboração de demonstrações financeiras das companhias abertas, companhias estrangeiras, companhias incentivadas e fundos de investimento, incluindo o descumprimento de determinação de publicação feita pela CVM; III – relacionadas à destinação e à retenção de lucros nas companhias abertas, bem como ao pagamento de dividendos; IV – violações que constituam infrações graves às normas que dispõem sobre a atividade de agente fiduciário; V – descumprimento dos deveres fiduciários dos conselheiros fiscais; VI – exercício irregular de atividade de agente autônomo de investimento, analista de valores mobiliários e consultor de valores mobiliários, escriturador e custodiante; VII – embaraço à fiscalização da CVM; VIII – violações à norma que dispõe sobre a atividade de administração de carteiras de valores mobiliários;	R\$ 3.000.000,00 (três milhões de reais)

	<p>IX – violações 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; e</p> <p>X – violações às normas que dispõem sobre as atividades de auditor independente.</p>	
<i>Grupo IV</i>	<p>I – violações que constituam infrações graves à norma que dispõe sobre a atividade de administração de carteiras de valores mobiliários;</p> <p>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;</p> <p>III – violações que constituam infrações graves às normas que dispõem sobre a atividade de auditor independente;</p> <p>IV – exercício irregular de atividade de agente fiduciário, escrituração de valores mobiliários, custódia de valores mobiliários e depósito centralizado de valores mobiliários;</p> <p>V – relacionadas ao exercício do direito de voto do acionista em situação de conflito de interesses;</p> <p>VI – relacionadas ao exercício do direito de voto do administrador em situação de conflito de interesses;</p> <p>VII – violações à norma que dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, incluindo as distribuídas com esforços restritos; e</p> <p>VIII – relacionadas às ofertas públicas de aquisição de ações</p>	<p>R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais)</p>
<i>Grupo V</i>	<p>I – descumprimento dos deveres fiduciários dos administradores de companhias abertas ou fundos de investimento, ressalvadas as condutas específicas descritas em outro Grupo neste Anexo;</p> <p>II – violações que constituam infrações graves à norma que dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, incluindo as distribuídas com esforços restritos;</p> <p>III – violações que constituam infração grave relacionada às ofertas públicas de aquisição de ações, incluindo as distribuídas com esforços restritos;</p> <p>IV – relacionadas ao abuso de poder de controle;</p> <p>V – relacionadas ao abuso de direito de voto;</p> <p>VI – relacionadas à criação de condições artificiais de</p>	<p>R\$ 20.000.000,00 (vinte milhões de reais)</p>

	<p>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;</p> <p>VII – relacionadas à utilização de informação relevante ainda não divulgada ao mercado;</p> <p>VIII – exercício irregular de atividade de administração de carteiras de valores mobiliários; e</p> <p>IX – exercício irregular de intermediação de valores mobiliários</p>	
--	--	--

Fonte: Resolução CVM 45/2021

Há, portanto, o tabelamento das condutas em uma avaliação regulatória com base na gravidade. Isto fica esclarecido no edital da Audiência Pública SDM 02/2018 relativo à minuta da Instrução CVM 607/2019, atual Resolução CVM 45/2021, quando se chama atenção para a escolha do regulador na graduação das infrações em valores máximos para a pena-base conforme sua leitura da gravidade das infrações:

No caso de utilização do critério de multa fundada no inciso I do § 1º do art. 11 da Lei nº 6.385, de 1976, a CVM entendeu oportuno fixar limites máximos de multa diferenciados e correspondentes à gravidade de cada infração. Nesse sentido, o Anexo 65 contém as principais infrações administrativas julgadas pelo Colegiado nos últimos anos, categorizando-as em cinco grupos distintos, conforme sua gravidade, sendo o Grupo 1 o menos grave e o Grupo 5, o mais grave.¹⁶

A Resolução CVM 45/2021 especifica ainda as situações agravantes e atenuantes, sendo que cada uma pode elevar ou reduzir o valor da pena base em até 25%.¹⁷

As circunstâncias agravantes trazidas pela nova instrução são as seguintes: prática sistemática ou reiterada da conduta irregular; o elevado prejuízo causado; a expressiva vantagem auferida ou pretendida pelo infrator; a existência de dano relevante à imagem do mercado de valores mobiliários ou do segmento em que atua; o cometimento de infração mediante ardil, fraude

¹⁶Cf. Edital de Audiência Pública SDM 02/18:

http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2018/sdm0218.html. Acesso em: 30 abr. 2021.

¹⁷Cf. Art. 65, § 1º. e art. 66, § 3º., ambos da Resolução CVM 45/2021.

ou simulação, o comprometimento ou risco de comprometimento da solvência do emissor, a violação de deveres fiduciários decorrente do cargo, posição ou função que ocupa; e ocultação de prova da infração mediante ardil, fraude ou simulação. Faz-se a ressalva que estas agravantes devem ser consideradas se não constituam ou qualifiquem a infração.

As circunstâncias atenuantes são as seguintes: a confissão do ilícito ou a prestação de informações relativas à sua materialidade; bons antecedentes do infrator; a regularização da infração; a boa-fé dos acusados e a adoração efetiva de mecanismos e procedimentos internos de integridade, auditoria e incentivos à denúncia de irregularidade, bem como a aplicação efetiva de códigos de ética e de conduta no âmbito da pessoa jurídica, avaliada por entidade pública ou privada de reconhecida especialização.¹⁸ Pode ainda ser atenuada por circunstâncias relevantes, ainda que não previstas na instrução.

A única causa de redução da pena prevista é o ressarcimento completo dos prejuízos causados pela prática de ilícitos.¹⁹

3. ANÁLISE DO “*SISTEMA TRIFÁSICO*” DA DOSIMETRIA SANCIONATÓRIA NA RESOLUÇÃO CVM 45/2021: SEGURANÇA JURÍDICA E DEVER REGULAMENTAR

3.1. INSPIRAÇÃO NO DIREITO PENAL

Percebe-se, de forma clara, que a metodologia trifásica de dosimetria da pena-base regulatória prevista no art. 62 da Lei 6.385/1976 foi o art. 68 do Código Penal, cuja redação é: “A pena-base será fixada atendendo-se ao critério do art. 59 deste Código; em seguida serão consideradas as circunstâncias atenuantes e agravantes; por último, as causas de diminuição e de aumento”.

¹⁸Cf. Art. 66, Resolução CVM 45/2021.

¹⁹Cf. Art. 67, Resolução CVM 45/2021.

O art. 68 do Código Penal, com redação dada pela reforma da Parte Geral de 1984, consagrou em lei o chamado sistema trifásico, encerrando a discussão antes travada entre Nelson Hungria, defensor do modelo trifásico, e Roberto Lyra, adepto do modelo bifásico, que reunia na primeira etapa a fixação da pena-base e a aplicação das circunstâncias agravantes e atenuantes (FERREIRA, 2000, p. 57; BOSCHI, 2013, p. 153; CARVALHO, 2013, p. 321; TEIXEIRA, 2015, p. 31). O art. 62 da Resolução CVM 45/2021 segue o modelo de três fases.

O emprego de instrumentos penais em sede administrativa consiste em recurso que historicamente a Administração Pública se vale para operacionalizar o processo administrativo sancionador e a aplicação de sanções com um mínimo de garantias individuais àquele que se submete ao poder sancionatório estatal.

Há todo um debate teórico em torno da existência de um *jus puniendi* estatal único, que legitima a livre intercambialidade entre Direito Penal e Direito Administrativo do fundamento comum de responsabilização estatal.²⁰ Contudo, esse é um debate que apenas recentemente passou a ganhar espaço no Brasil e, ainda assim, limita-se ao âmbito acadêmico. Razões bem mais pragmáticas explicam o emprego de institutos e normas de outros ramos do Direito, como o Penal e o Processual Penal. Fato é que o processo administrativo é de desenvolvimento recente no Brasil, bastando-se mencionar que é de 1999 a Lei Federal de Processo Administrativo (Lei 9.784/1999).

A ausência de normas que conferissem direitos frente ao exercício de poderes públicos, como a aplicação de sanções, foi determinante para que as autoridades públicas se socorressem do referencial de outras áreas do Direito, inclusive mais experimentadas e com construções doutrinárias e decisões judiciais. Ainda que a redemocratização do Brasil conferisse um ambiente propício ao desenvolvimento de uma lei geral de processo

²⁰Sobre o debate do *jus puniendi* estatal no Brasil, cf. MEDEIROS, 2017, p. 15 e ss.

administrativo, os incentivos não favoreciam a sua construção. Por um lado, o emprego das ferramentas de Direito Penal e Processual Penal providenciariam conforto decisório às autoridades públicas; por outro, elas fortaleceriam os direitos frente ao Estado, contemplando os anseios dos particulares frente ao Poder Público. As leis de processo administrativo apenas se desenvolveram no contexto da Reforma do Estado e das privatizações, quando passaram a ser imprescindíveis para o funcionamento das então novas Agências Reguladoras.

O grande problema em projetar instrumentos do Direito Penal e Processual Penal à esfera regulatório-administrativa está nas potenciais contradições que decorrem dessa aproximação. Isso porque eles foram concebidos para uma ordem de aplicação específica: no âmbito do processo penal para aferir a responsabilização na esfera penal (autoria e materialidade de um tipo penal) para fins de aplicação de pena, inclusive a privativa de liberdade. Por sua vez, a responsabilização administrativa se verifica em processos administrativos para apuração de infrações administrativas (definidas inclusive em regulamentos e contratos administrativos) e, se for o caso, aplicação de sanções administrativas, que nunca podem ser de privação de liberdade.²¹

Não é apenas uma questão de estrutura. A sanção administrativa é um efetivo “instrumento regulatório”, por meio do qual as autoridades públicas também disciplinam mercados e atividades privadas. O sancionamento consiste em clara mensagem do regulador no sentido de que o comportamento reprimido não se coaduna com o Direito, além de potencialmente gerar efeito simbólico para prevenir novas condutas ilícitas do sancionado e dos demais regulados. Diante de um ilícito administrativo, cabe à autoridade pública definir a resposta regulatória mais adequada – caso entenda que seja a celebração de acordo, como o termo de compromisso, então irá substituir a sanção pela consensualidade. Resta claro o caráter instrumental do processo sancionador

²¹Cf. Art. 68 da Lei 9.784/1999.

e da sanção na esfera administrativa, que se encontram totalmente integrados às finalidades regulatórias que as autoridades públicas têm por função satisfazer.

Isso explica a existência da *reformatio in pejus* na esfera administrativa.²² Em vários setores a sanção é aplicada em um auto de infração cuja exigibilidade depende da homologação pela autoridade pública competente. Assim se verifica porque esses autos de infração são comumente lavrados por agentes de fiscalização que apuram diretamente o objeto do processo. Natural, portanto, que se possa considerar a majoração da sanção desde que garantido o direito de defesa do acusado.

3.2. DEVER REGULAMENTAR DO PROGRAMA SANCIONADOR

O simples transplante de instrumentos penais e processuais penais para a esfera administrativa pode mostrar-se inadequado, exigindo-se que as autoridades públicas trabalhem na construção de seus próprios “programas sancionatórios”.

Um programa sancionatório se define pelo conjunto de leis, regulamentos, súmulas, interpretações e demais fontes jurídicas que informem o específico desenho da responsabilização na esfera administrativa. Nele está compreendido todo o ciclo sancionatório, ou seja, a regulamentação de infrações, processos e sanções; o processo sancionador em si; a aplicação de sanções; e a execução da sanção. Considerando as competências públicas, finalidades regulatórias, capacidade institucional, disponibilidade de recursos orçamentários e de pessoal, espera-se que cada instituição pública disponha de um programa sancionatório específico e que confira previsibilidade aos regulados quanto (i) à tipificação de condutas e (ii) ao *iter* de responsabilização.

É ônus das autoridades públicas trabalharem pela edição de regulamentos para a definição de programas sancionatórios

²²Cf. Art. 64, parágrafo único, da Lei 9.784/1999.

claros, previsíveis, equânimes e adequados às finalidades setoriais. É o que Carlos Ari Sundfeld e Jacintho Arruda Câmara vão denominar de “dever regulamentar nas sanções regulatórias”. Segundo os autores,

Normas legais incompletas não podem servir diretamente de base a atos administrativos individuais e concretos. Uma entidade ou órgão administrativo que recebe da lei uma 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 concreto de seus poderes. Para uma agência reguladora, muito mais do que um poder regulamentar, existe um dever regulamentar. (SUNDFELD, CÂMARA, 2010, p. 22)

Há uma série de fundamentos para se afirmar a existência de um dever regulamentar na atividade de regulação sancionatória. Primeiramente, a legalidade²³ impõe o dever inescusável de amparar normativamente o exercício de competências públicas.

Base do poder regulamentar é a constatação de que a lei formal – oriunda do Congresso – é incapaz de conferir, por si só, a orientação de conduta mínima. No caso da responsabilização administrativa, esta limitação da lei é ainda mais evidente. Afinal, como esperar que o legislador disponha de todas as infrações administrativas? E como esperar que o legislador sinalize a licitude de cada uma das novas condutas e comportamentos, especialmente diante do desenvolvimento tecnológico? Muito embora a previsão da prerrogativa sancionatória e das sanções seja matéria de reserva legal, o regulamento cumpre papel absolutamente fundamental na atividade sancionatória do Poder Público.

Assim, o regulador deve sempre editar regulamentos de complementação da lei quando esta não avançar suficientemente na disciplina sancionatória. Mencione-se, por exemplo, o emprego de conceitos indeterminados como proporcionalidade e razoabilidade; a definição de limites mínimos e máximos da

²³Cf. Art. 5º, II, e art. 37, *caput*, Constituição Federal.

multa, mas sem definir patamares intermediários e dosimetria; a lacuna na definição de infrações administrativas e ritos processuais etc.

Todo e qualquer emprego de poder não pode estar desamparado de substrato normativo suficiente que confira previsibilidade. O particular deve ter ciência de qual comportamento lhe é esperado, que conduta é lícita, ou não, assim como quais são as consequências possíveis diante de uma conduta irregular. Longe de ser uma válvula de cálculo perverso, trata-se de um mecanismo de garantia de direitos contra a arbitrariedade estatal. Esta é uma medida de segurança jurídica que trabalha para o Estado de Direito.

3.3. A CVM CUMPRIU COM O SEU DEVER REGULAMENTAR DO PROCESSO SANCIONADOR TRIFÁSICO COM A RESOLUÇÃO CVM 45/2021?

Passa-se a analisar a metodologia trifásica de dosimetria da pena-base regulatória prevista no art. 62 da Lei 6.385/1976, adiantando que a transposição do modelo penal ao modelo administrativo-sancionador da CVM apresenta os problemas e contradições abaixo apontados.

A) PRIMEIRA FASE: DEFINIÇÃO DA PENA-BASE

No Direito Penal, a pena-base é o momento mais importante da dosimetria da pena, é o ponto de partida, sobre o qual, se for o caso, incidirão acréscimos e diminuições. A pena-base deve representar a gravidade nuclear do crime, é a pena que “seria aplicada caso não existissem circunstâncias atenuantes ou agravantes ou causas de aumento ou de diminuição” (FERREIRA, 2000, p. 63; BOSCHI, 2013, p. 159-160). Por ser o ponto de partida, qualquer equívoco em sua fixação acarretará danos cumulativos nas fases posteriores (CARVALHO, 2013, p.

325). No art. 59, caput, do Código Penal²⁴, reúnem-se vários critérios para a fixação da pena-base (as chamadas “circunstâncias judiciais”). Embora haja críticas contundentes a respeito de alguns deles, sobretudo os de caráter subjetivo (especialmente “personalidade do agente” e “conduta social”), o magistrado ainda dispõe de critérios mais objetivos (ou objetiváveis) para manejar a pena-base (culpabilidade, antecedentes, motivos, circunstâncias e consequências do crime, comportamento da vítima).

Na nova Instrução da CVM, os critérios para fixação da pena-base são substancialmente mais vagos que os previstos na lei penal. Conforme o art. 63 da Resolução CVM 45/2021, o Colegiado deve “observar os princípios da proporcionalidade e da razoabilidade, bem como a capacidade econômica do infrator e os motivos que justifiquem a imposição da penalidade.” Essa norma reproduz a nova redação, trazida pela Lei 13.506/2017 (art. 35), dado ao art. 11, § 1º, da Lei 6.385/1976. Ao invés de simplesmente reproduzir essa norma, a Instrução poderia ter avançado para conferir-lhe mais concretude.

Os primeiros critérios enumerados para a fixação da pena-base, os princípios da proporcionalidade e da razoabilidade, mal podem ser chamados verdadeiramente de critérios, em razão do seu grau de abstração. Proporcionalidade e razoabilidade são termos técnico-jurídicos, especificamente do direito constitucional e são utilizados, não raro de forma confusa na prática judicial, para análise da constitucionalidade de intervenções estatais em direitos fundamentais (SILVA, 2002, p. 27 e ss; ÁVILA, 2018, p. 194 e ss.). O exame de proporcionalidade diz respeito a um sim ou não da constitucionalidade de um ato estatal. Dificilmente, portanto, ele irá servir adequadamente como critério concreto para quantificação de sanções, em um âmbito

²⁴“Art. 59. O juiz, atendendo à culpabilidade, aos antecedentes, à conduta social, à personalidade do agente, aos motivos, às circunstâncias e consequências do crime, bem como ao comportamento da vítima, estabelecerá, conforme seja necessário e suficiente para reprovação e prevenção do crime”.

tão específico e técnico como a regulação do mercado de capitais.

Por outro lado, a “capacidade econômica do infrator” é um critério mais objetivo, também utilizado no Direito Penal na determinação do valor da multa (art. 60 CP). Contudo, esse deveria ser apenas um critério complementar, ao lado de outros fatores, especialmente ligados à gravidade e natureza da infração.

A expressão “os motivos que justifiquem a imposição da penalidade”, que completa o art. 63 da Instrução, é um critério vazio, circular, que apenas no caso concreto podem ser depurados.

Por fim, cumpre-nos apontar para um aspecto importante, que revela uma inconsistência da tentativa de transposição dos critérios de dosimetria da pena estabelecidos no Código Penal para o regime sancionatório da CVM. No Direito Penal, é verdade que o magistrado é quem fixa a pena de modo definitivo. No entanto, o processo de fixação da pena inicia-se antes, com o legislador, que determina os marcos mínimos e máximos da sanção para cada delito da parte especial do CP e das leis extravagantes. É dentro dessa moldura pré-determinada que o juiz deve mover-se, dispondo (idealmente) de discricionariedade controlada. Há, portanto, uma divisão de tarefas entre legislativo e judiciário. Ocorre que, no sistema criado pela Instrução em comento, a liberdade e responsabilidade do órgão aplicador é sensivelmente maior, pois não há limites mínimos definidos, apenas limites máximos (que variam de acordo com os grupos de infrações fixados no Anexo A da Resolução CVM 45/2021, também diversamente do que ocorre no Direito Penal, em que cada tipo penal da parte especial, individualmente, prevê uma pena máxima e uma pena mínima). Assim, concretamente, e a rigor, a eventual pena a ser aplicada pode variar de R\$ 1 real a R\$ 50 milhões de reais. Isso não contribui para a almejada segurança jurídica.

B) SEGUNDA FASE: AGRAVANTES E ATENUANTES

Curiosamente, os critérios mais objetivos para a dosimetria das sanções são constituídos pelas agravantes e atenuantes²⁵, sobretudo pelas primeiras.

Segundo o art. 65 da Resolução CVM 45/2021, são fatores agravantes (i) a prática sistemática ou reiterada da conduta irregular; (ii) o elevado prejuízo causado; (iii) a expressiva vantagem auferida ou pretendida pelo infrator; (iv) a existência de dano relevante à imagem do mercado; (v) cometimento de infração mediante ardid, fraude ou simulação; (vi) o comprometimento ou risco de comprometimento da solvência do emissor; (vii) a violação de deveres fiduciários decorrentes do cargo, posição ou função que ocupa; e (viii) a ocultação de provas da infração mediante ardid, fraude ou simulação. Cada agravante verificada determina o acréscimo de até 25% do valor correspondente à sanção de multa.²⁶

Em infrações econômicas, justamente as reguladas pela CVM, essas circunstâncias deveriam representar os fatores centrais para a dosimetria da pena, pois outros fatores de ordem mais subjetiva, comuns e relevantes no Direito Penal, como a situação psíquica e emocional do infrator e da vítima, situações de necessidade, de provocação da vítima etc., não guardam, em regra, qualquer relevância nas infrações no âmbito do mercado de capitais.

Já as atenuantes vêm expressas no art. 66 da Resolução CVM 45/2021, quais sejam: (i) confissão do ilícito ou prestação de informações relativas à sua materialidade; (ii) bons antecedentes; (iii) regularização da infração; (iv) boa-fé dos acusados; e (v) adoção efetiva de mecanismos e procedimentos internos para evitar irregularidades (*compliance*). Além dessas, também se prevê uma modalidade “aberta” de atenuante, que não é

²⁵Cf. Arts. 65 e 66 da Resolução CVM 45/2021.

²⁶Cf. Art. 65, §1º, Resolução CVM 45/2021.

determinada na norma, restando inteiramente na esfera de deliberação discricionária da autoridade pública: “a pena poderá ser ainda atenuada em razão de circunstância relevante, anterior ou posterior à infração, embora não expressamente prevista nos incisos do caput”.²⁷ Cada atenuante verificada determina a redução de até 25% do valor correspondente à sanção de multa.²⁸

As circunstâncias atenuantes previstas no art. 66 da Resolução CVM 45/2021, como se observa, não dizem respeito exatamente à gravidade da infração, são circunstâncias ou pertinentes à pessoa do infrator ou condutas pós-infracionais.

C) TERCEIRA FASE: CAUSA DE REDUÇÃO DA PENA

A terceira fase da dosimetria da pena prevista na Resolução CVM 45/2021 tem escopo bem mais reduzido que no Direito Penal. Enquanto as causas de aumento e de diminuição encontram-se espalhadas e em grande número na parte especial do CP e nas leis extravagantes, a Resolução prevê apenas uma, válida para todas as infrações. Trata-se do art. 67, que dispõe que: “Caso o dano financeiro seja integralmente reparado até o julgamento do processo pelo Colegiado, a pena será reduzida de 1/3 (um terço) a 2/3 (dois terços)”.

4. UMA PROPOSTA PARA SUPERAR A INDETERMINAÇÃO DOS CRITÉRIOS DE DOSIMETRIA DA RESOLUÇÃO CVM 45/2021

Da análise da metodologia trifásica de dosimetria da sanção regulatória no mercado de capitais definida na Resolução CVM 45/2021, algumas conclusões podem ser alcançadas.

Em uma primeira análise, a Resolução CVM 45/2021 não parece conferir o grau de detalhamento necessário para

²⁷Cf. Art. 66, §1º, Resolução CVM 45/2021.

²⁸Cf. Art. 66, §3º, Resolução CVM 45/2021.

orientar a autoridade regulatória na aplicação das sanções administrativas, garantindo-se previsibilidade aos regulados. Isso se deve ao fato de o regulamento ter avançado muito pouco no detalhamento das disposições normativas. Além da reprodução do texto legal no regulamento na definição da pena base, deve-se mencionar que as fases da dosimetria são informadas por conceitos jurídicos indeterminados, como a “proporcionalidade” na pena-base, o “dano relevante” à imagem do mercado nas agravantes e a “reparação integral” do dano financeiro.

Pode-se levantar a hipótese de que conceitos jurídicos indeterminados foram utilizados na modelagem da dosimetria trifásica na Resolução CVM 45/2021 por influência do Direito Penal, que também faz uso da estrutura de conceitos jurídicos indeterminados na aplicação da pena²⁹. Porém, a CVM cuida da responsabilização administrativa em um nicho muito específico – o mercado de capitais –, razão pela qual poderia ter uma orientação mais detida das autoridades públicas. Fato é que o largo emprego de conceitos jurídicos indeterminados confere maiores poderes decisórios à CVM, que maneja significativa margem de discricionariedade no sancionamento.

Nessa linha, pode-se questionar se a CVM cumpriu com o seu dever regulamentar quando da edição da Resolução CVM 45/2021. Jamais qualquer regulamento conseguirá conferir plena previsibilidade de orientação e atuação estatal – e nem isso seria adequado ao sistema. Discricionariedade não é sinônimo de arbitrariedade. Margens de apreciação subjetiva são fundamentais para a construção de decisões regulatórias que sejam mais eficientes e justas porque consideram as especificidades do caso concreto. Especialmente diante da velocidade com que situações inovadoras se desenvolvem, e que o regulador tem por função se posicionar, a autoridade pública deve contar com cada

²⁹ Ressalta-se a diferença no fato do Código Penal dispor de mínimos e máximos, o que inexistente no âmbito sancionatório da CVM. Além disso, o uso de termos indeterminados na aplicação da pena criminal (como “personalidade”, “conduta social”) é severamente criticado na doutrina e, em parte, também rechaçado na jurisprudência.

vez maiores margens de discricionariedade. No entanto, esta deve ser uma discricionariedade regrada, disciplinada por normas que confirmam um mínimo de previsibilidade de atuação.

A Lei de Segurança Jurídica para a Inovação (Lei n.º 13.655/2018), que altera a Lei de Introdução às Normas do Direito Brasileiro (Decreto-Lei 4.657/1942) – Nova LINDB, confere alternativa suficientemente adequada para lidar com as indeterminações jurídicas na aplicação do direito. A estratégia utilizada pela Nova LINDB é disciplinar o processo de aplicação do direito e a tomada de decisões públicas, e não propriamente exigir que a Administração Pública defina de modo completo e específico o conteúdo das normas, mesmo porque esta seria uma tarefa de impossível realização.

O art. 20 da Lei 13.655/2018 apresenta o modo pelo qual as autoridades públicas devem decidir com base em princípios (como a proporcionalidade e a razoabilidade) ou conceitos jurídicos indeterminados (como a boa-fé dos acusados), qual seja, a consideração das consequências práticas da decisão:

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. 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.

Enquanto ente da Administração Pública, a CVM tem o dever de motivar suas decisões de natureza sancionatória. A Lei Federal de Processo Administrativo (Lei 9.784/1999), de aplicação subsidiária é clara ao exigir a motivação nesses casos:

Art. 50. Os atos administrativos deverão ser motivados, com indicação dos fatos e dos fundamentos jurídicos, quando:

(...)

II - imponham ou agravem deveres, encargos ou sanções;

(...)

§ 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.

Na prática, a motivação do art. 50 da Lei Federal de Processo Administrativo requer que a CVM, no mínimo, apresente as razões de fato (circunstâncias concretas) e de direito (preceito normativo correspondente), bem como a subsunção, ou seja, o raciocínio jurídico empregado para relacionar fato e norma³⁰. A subsunção é fundamental para depreender a interpretação jurídica prevalecente no caso concreto e que, futuramente, os demais regulados se valerão para verificar o respeito à isonomia pelo teste de *distinguishing*. Fundamentalmente, a proposta torna explícita a verdadeira decisão, que não raro fica obscurecida na simples invocação de princípios e conceitos jurídicos indeterminados.

O art. 20 da Nova LINDB trabalha diretamente sobre a motivação das decisões de natureza sancionatória a que a CVM tem, por função, o dever de apresentar. Como medida de salvaguarda da segurança jurídica, a Nova LINDB cria uma motivação qualificada àquelas decisões públicas sensíveis à previsibilidade, estabilidade e garantia de direitos individuais³¹. No caso da aplicação de sanções pela CVM à luz da Instrução em comento, a autoridade deve considerar (i) o ônus de argumentar pela consequência prática e (ii) o ônus de considerar as alternativas regulatórias.

Argumentar pelas consequências práticas, no regime do art. 20 da Nova LINDB, significa indicar o efeito concreto da

³⁰“Mas o processo de concretização do direito envolve, de modo inafastável, a determinação (inclusive) do conteúdo dos valores abstratos. A solução adotada no mundo dos fatos é orientada por valores. Mas isso envolve a determinação do conteúdo do valor em face das circunstâncias da situação examinada. Então, o valor abstrato compreende uma multiplicidade de sentidos e uma pluralidade de soluções relativamente à vida real. A autoridade investida de competência para proferir a decisão relativamente a um caso real necessita indicar o modo como o valor abstrato se aplica para dar fundamento a uma dentre diversas soluções possíveis”. (JUSTEN, 2018, p. 27).

³¹A Lei 13.655/2018 considerou duas situações que mais colocam em perspectiva a segurança jurídica: a decisão com base em valores jurídicos abstratos e a invalidação de decisão pública prévia. Para esses casos, aplica-se, respectivamente, o art. 20 e o art. 21 da referida Lei.

decisão com a finalidade de impedir que consequências concretas sejam extraídas a partir de normas de alta indeterminação jurídica, de modo superficial e sem mensurar os efeitos decorrentes (SUNFELD, MARQUES NETO, 2013, p. 278). Em toda e qualquer decisão sancionatória deve a CVM argumentar pela consequência prática, já que a dosimetria trifásica é estruturada em torno de princípios e conceitos jurídicos indeterminados. Isso significa que ela deve estimar os efeitos concretos de sua decisão sobre o acusado e o mercado. Em nossa avaliação, pode-se considerar, por exemplo, a capacidade de o sancionado pagar a multa, a potencial capacidade da sanção comunicar ao mercado a reprovabilidade da conduta, o quanto o valor fixado irá afetar a situação patrimonial do acusado etc. Além disso, as alternativas regulatórias precisam ser confrontadas. A dosimetria da sanção não é analisada isoladamente, mas à luz de outras possíveis soluções jurídicas, notadamente a não aplicação de sanção e a celebração de termo de compromisso.³²

Diante da aplicação dos preceitos da Nova LINDB, pode-se mitigar os efeitos de insegurança jurídica que a ausência de uma regulamentação mais específica do processo trifásico de dosimetria possa trazer, trabalhando para decisões mais racionais, previsíveis, controláveis e isonômicas no âmbito da CVM.

5. CONCLUSÕES

Após a análise do processo legislativo e da criação da Resolução CVM 45/2021, bem como da análise da nova regra sob o ponto de vista penal e administrativo, parece que a norma

³²“Ônus de motivar qualificadamente, também no caso em que se decidir com base em valores jurídicos abstratos, inclusive a invalidação. Uma motivação qualificada apresenta, de acordo com o PL [Lei 13.655/2018], os seguintes elementos: (1) adequação da medida controladora – ela cabe no caso *concreto*?; (2) identificação das alternativas – quais são as possibilidades de resolução do caso concreto?; e (3) necessidade da medida – na comparação, ela é a menos onerosa? Trata-se da explicitação do teste da proporcionalidade com a adaptação de suas fases ao contexto do controle da ação administrativa”. (PALMA, 2018, p. 10).

administrativa não traz o grau de detalhamento necessário para orientar a autoridade reguladora na aplicação da nova dosimetria das sanções administrativas, garantindo-se previsibilidade aos regulados. A observância, no entanto, da Nova LINDB na motivação das decisões, em especial, na definição da pena ao longo do processo trifásico, tem o potencial de tornar a atividade sancionadora da CVM mais racional, previsível, controlável e isonômica.

Em razão do pouco tempo de vigência das regras de dosimetria da Resolução CVM 45/2021 objeto deste estudo, a presente pesquisa limitou-se à análise de potenciais problemas e soluções do novo regime jurídico. Há, no entanto, amplo espaço para futuras pesquisas empíricas que tenham o objeto organizar e avaliar a aplicação efetiva das normas definidoras das sanções no âmbito da CVM e do Bacen. Outro campo de pesquisa bastante promissor estaria em estudos comparativos das medidas punitiva na esfera penal e no âmbito administrativo, para fins de avaliação do sistema jurídico brasileiro na busca da repressão de condutas ilícitas no mercado de capitais brasileiro.



REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ÁVILA, H. Teoria dos princípios – da definição à aplicação de princípios jurídicos. 18^a ed., Malheiros, São Paulo, 2018.
- AYRES, I.; BRAITHWAITE, J. Responsive Regulation. Oxford, Oxford University Press, 1992.
- BOSCHI, J. A. P. Da pena e seus critérios de aplicação. 6^a ed., Livraria do Advogado, Porto Alegre, 2013.
- CARVALHO, S. de. Penas e medidas de segurança no direito penal brasileiro. Saraiva, São Paulo, 2013.
- FERREIRA, G. Aplicação da pena. Forense, Rio de Janeiro,

- 2000.
- JUSTEN FILHO, M. Art. 20 da LINDB. Dever de Transparência, Concretude e Proporcionalidade nas Decisões Públicas. *Revista de Direito Administrativo*, Edição Especial. Rio de Janeiro, FGV, 2018, p. 27
- MEDEIROS, A. B. V. de, *Direito Administrativo Sancionador no Brasil: justificação, interpretação e aplicação*. 2017. Tese (Doutorado em Direito) – Universidade Estadual do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2017.
- PALMA, J. B. de, A Proposta de Lei da Segurança Jurídica na Gestão e do Controle Público e as Pesquisas Acadêmicas, 2018, p. 10. Disponível em: <http://www.sbdp.org.br/wp/wp-content/uploads/2019/06/LINDB.pdf>. Acesso em: 20 dez. 2019
- SCHELL-BUSEY, N.; SIMPSON, S.; RORIE, M.; ALPER, M. What Works? A Systematic Review of Corporate Crime Deterrence. *Criminology and Public Policy*, 15, 2016, p. 387–416.
- SILVA, V. A. da. O proporcional e o razoável. *Revista dos Tribunais*, vol. 798, 2002, p. 27.
- SUNDFELD, C. A.; CÂMARA, J. A. Dever Regulamentar nas Sanções Regulatórias. *Revista de Direito Público da Economia*, vol. 31. Belo Horizonte: Fórum, jul/set. 2010.
- SUNDFELD, C. A. e MARQUES NETO, F. de A. Uma Nova Lei para Aumentar a Qualidade Jurídica das Decisões Públicas e de seu Controle. In: *Contratações Públicas e seu Controle*, ed. SUNDFELD. São Paulo, Malheiros, 2013.
- TEIXEIRA, A. Teoria da aplicação da pena: Fundamentos de uma determinação judicial da pena proporcional ao fato. Marcial Pons, Madrid/Barcelona/Buenos Aires/São Paulo, 2015.