

# Sanção administrativa e termo de compromisso como instrumentos de *enforcement* à disposição da CVM: uma análise à luz de seus efeitos

*Administrative sanction and term of commitment as enforcement instruments at disposal of CVM: an analysis considering the effects of each instrument*

Submetido(submitted): 7 September 2024

Parecer(reviewed): 8 September 2024

Revisado(revised): 23 September 2024

Aceito(accepted): 27 September 2024

Carolina Estarque\*

<https://orcid.org/0009-0002-8965-3835>

Artigo submetido à revisão cega por pares (Article submitted to peer blind review)

Licensed under a Creative Commons Attribution 4.0 International

## Abstract

**[Purpose]** To identify the incentives that administrative sanctions and settlement agreements in sanctioning processes can create for aligning the behavior of regulated agents with the regulations governing the securities market. The aim is to contribute to the theoretical analysis of the regulatory choices to be made by the CVM between sanctions and settlements when faced with administrative violations.

**[Methodology/approach/design]** To achieve this goal, the study begins with the understanding that administrative sanctions and settlement agreements are both applicable by the CVM, interchangeably, for fulfilling its regulatory function. Based on this premise, it examines, drawing from the existing literature on the subject, the purpose of each of these instruments and the effects commonly associated with their use by the regulator.

**[Findings]** In the context of the securities market, the deterrent effect of administrative sanctions is enhanced by the regulations guiding the determination of penalties, as well as by the impact of potential administrative convictions on the regulated party's reputation. On the other hand, the CVM's limited capacity to enforce penalties may undermine the effectiveness of this instrument. The consensual approach, in turn, not only proves efficient in terms of the regulator's time and resource management but also allows for the compensation of losses incurred by harmed investors.

**Keywords:** Criminal Law. Regulation. Administrative Sanctioning Proceeding. Administrative Sanction. Substitutive Agreements for Administrative Proceedings.

---

\*Mestranda em Direito da Regulação pela Escola de Direito do Rio de Janeiro da Fundação Getúlio Vargas. Ex-assessora do Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários. Sócia do Renteria Advogados. Endereço: Av. Nilo Peçanha, n. 50, salas 404 e 405, Centro, Rio de Janeiro-RJ, CEP 20020-906, E-mail: [cec@renteria.adv.br](mailto:cec@renteria.adv.br).

### Resumo

**[Propósito]** O objetivo do presente artigo é identificar os incentivos que a sanção administrativa e o acordo substitutivo de processo sancionador são capazes de produzir para a conformação da conduta dos agentes regulados às normas que disciplinam o mercado de valores mobiliários. Busca-se, então, contribuir com a análise teórica da escolha regulatória a ser feita pela CVM entre sanção e acordo quando diante de infração administrativa.

**[Metodologia/abordagem/design]** Para o fim pretendido, parte-se da compreensão da sanção administrativa e do acordo substitutivo como passíveis de aplicação pela CVM, indistintamente, para o cumprimento de sua função regulatória. Com base nesse pressuposto, examina-se, a partir da literatura sobre o tema, o propósito de cada um desses instrumentos e os efeitos que são comumente associados ao seu emprego pelo regulador.

**[Resultados]** No contexto do mercado de valores mobiliários, o efeito dissuasório da sanção administrativa é potencializado pelas normas que orientam a dosimetria das penalidades, assim como pelo impacto de eventuais condenações administrativas sobre a reputação do regulado. De outra parte, a baixa capacidade de a CVM executar as penalidades pode comprometer a eficácia desse instrumento. A via consensual, por sua vez, além de eficiente em termos de gestão de tempo e recursos do regulador, permite o ressarcimento de prejuízos suportados por investidores lesados.

**Palavras-chave:** Direito Penal. Regulação. Processo Administrativo Sancionador. Sanção Administrativa. Acordo Substitutivo.

## INTRODUÇÃO

O regulador do mercado de capitais brasileiro enfrenta desafio comum a tantos outros reguladores, aqui e alhures: definir os meios de ação a serem empregados para assegurar a conformidade da conduta dos agentes regulados às diretrizes regulatórias. Está longe de ser tema inédito ou exclusivo do mercado de capitais. A bem da verdade, há muito se controverte na literatura especializada e nos fóruns internacionais sobre a abordagem mais eficaz para o cumprimento do mandato legal conferido ao ente regulador.

Ainda assim, em um mercado fundado na confiança depositada pelos investidores, que destinam recursos pessoais para aplicação em valores mobiliários emitidos por tomadores que desejam financiar suas atividades econômicas, é especialmente importante que o regulador seja capaz de promover o *enforcement* das regras sob a sua supervisão.

Segundo a Organização Internacional das Autoridades Reguladoras do Mercado de Valores Mobiliários – IOSCO,<sup>1</sup> organismo responsável por definir padrões internacionais em matéria de supervisão do mercado de capitais, a

---

<sup>1</sup> Faz-se referência à *International Organization of Securities Commissions (IOSCO)*.

aplicação rigorosa das normas que disciplinam esse mercado é fundamental para promover a confiança dos investidores e manter mercados justos e eficientes.<sup>2</sup> Nessa direção, entre os princípios da regulação do mercado de valores mobiliários enunciados pela IOSCO e observados pelas comissões-membro, prevê-se que o ente regulador deve dispor de amplos poderes de *enforcement* e os empregar de forma efetiva e confiável.<sup>3</sup>

No caso brasileiro, a Comissão de Valores Mobiliários – CVM, autarquia federal em regime especial<sup>4</sup> responsável pelo exercício da função reguladora,<sup>5</sup> conta com diversos meios de ação que lhe permitem prevenir desvios de conduta pelos agentes regulados e outros participantes de mercado, remediar as consequências de situações anormais de mercado, assim como responder a práticas fraudulentas ou outros ilícitos administrativos identificados no curso de suas atividades de supervisão.

Cada um desses meios de ação proporciona incentivos distintos para conformar a conduta dos agentes regulados, que podem ser combinados pelo regulador na execução de sua estratégia de *enforcement*. O objetivo do presente

---

<sup>2</sup> Cf. Tradução livre de IOSCO. *Resolution on IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation and Methodology for Assessing Implementation of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation (Resolution 2/2017)*. Maio, 2017. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/resolutions/pdf/IOSCORES63.pdf>. Acesso em: 13.9.2024, p. 63. (no original, “Strong and rigorous enforcement of securities laws is fundamental to help foster investor confidence and maintain fair and efficient markets”).

<sup>3</sup> A IOSCO enuncia três princípios gerais para o *enforcement* da regulação do mercado de capitais: “10. The Regulator should have comprehensive inspection, investigation and surveillance powers. 11 The Regulator should have comprehensive enforcement powers. 12 The regulatory system should ensure an effective and credible use of inspection, investigation, surveillance and enforcement powers and implementation of an effective compliance program” (tradução livre, “10. O regulador deve ter amplos poderes de inspeção, investigação e vigilância. 11. O regulador deve ter amplos poderes de *enforcement*. 12. O Sistema regulatório deve assegurar um uso eficaz e confiável dos poderes de inspeção, investigação, vigilância e *enforcement*, bem como a implementação de programa de *compliance* eficaz”. Cf. *Ibidem*, p. 6.

<sup>4</sup> A CVM foi alçada à condição de entidade autárquica em regime especial por meio da edição da Lei n. 10.411, de 2002, que alterou o art. 5º da Lei 6.385/76 para prever a autonomia financeira, orçamentária e orgânica da CVM, bem como o mandato fixo e a estabilidade de seus dirigentes.

<sup>5</sup> Esclareça-se que a CVM não é reconhecida pela Lei n. 13.848, de 2019 como uma agência reguladora. De igual modo, a doutrina aponta que falta à CVM uma das características necessárias ao seu enquadramento como agência reguladora: a impossibilidade de revisão de seus atos por outro órgão, haja vista a previsão de recurso da decisão da CVM que impuser sanções administrativas ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional - CRSFN. A propósito, confira-se GUERRA, Sergio. **Agências reguladoras: da organização administrativa piramidal à governança em rede**. 2. ed. Belo Horizonte: Fórum, 2021, p. 288; e ARAGÃO, Alexandre Santos de. **Agências reguladoras: e a evolução do direito administrativo econômico**. Rio de Janeiro: Forense, 2002, pp. 321-322.

artigo é examinar os incentivos advindos do emprego de dois dos meios de ação à disposição da autarquia: a sanção administrativa e o acordo substitutivo de processo sancionador.

Nos termos da Lei n. 6.385, de 1976 (“Lei 6.385/76”), que disciplina os objetivos, competências e poderes da CVM, a autarquia tem competência para apurar atos ilegais e práticas não equitativas no mercado de valores mobiliários e, quando demonstrada a autoria e materialidade do ilícito, aplicar sanções administrativas aos seus autores, sem prejuízo de sua responsabilização civil e penal, que está fora da alçada da autarquia.<sup>6</sup>

O exercício da competência sancionadora conferida à CVM pressupõe a instauração de processo administrativo para a prática dos atos de investigação destinados à apuração das supostas irregularidades e à identificação dos responsáveis, a formulação de acusação, a citação dos acusados para apresentação de defesa e produção de provas, o julgamento do processo pelo órgão Colegiado da autarquia – e, conforme o caso, o julgamento pelo CRSFN<sup>7</sup> de eventual recurso interposto pelo condenado – e, finalmente, a execução da sanção administrativa imposta.

Uma alternativa a esse percurso é a via consensual. Segundo a Lei 6.385/76, a CVM está autorizada a deixar de instaurar ou suspender, previamente ao julgamento pelo Colegiado, o processo administrativo sancionador quando o investigado assumir obrigação de cessar a prática ilícita e corrigir as irregularidades apontadas por meio da celebração de termo de compromisso.<sup>8</sup>

Há, portanto, uma decisão a ser tomada pelo regulador no que diz respeito ao meio de ação a ser adotado, em cada caso, para o *enforcement* das normas sob a sua supervisão.

Assume-se, então, ao longo deste artigo uma percepção do Direito Administrativo e de seus institutos jurídicos como instrumentos destinados à consecução de finalidades públicas, cujo emprego pela administração não é – ou ao menos não deveria ser – intuitivo ou arbitrário. Pelo contrário, ao amparo do princípio da eficiência, deve considerar a capacidade de cada instituto de contribuir para os objetivos de interesse público que o administrador pretende efetivar. É sob essa perspectiva que se propõe avaliar a sanção administrativa e o termo de compromisso como instrumentos regulatórios à disposição da CVM para o exercício de suas atividades de *enforcement*.

---

<sup>6</sup> Cf. Art. 9º, incisos V e VI, da Lei 6.385/76.

<sup>7</sup> Faz-se referência ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional – CRSFN, ao qual compete o julgamento de recursos interpostos contra penalidades impostas pela CVM em sede de processo administrativo sancionador, nos termos do §4º do artigo 11 da Lei 6.385/76.

<sup>8</sup> Cf. Art. 11, §5º, da Lei 6.385/76.

Tendo em vista o objetivo pretendido, o presente artigo encontra-se organizado em quatro seções, para além desta introdução e das conclusões apresentadas ao final. A primeira seção destina-se a apresentar os fundamentos teóricos com base nos quais se propõe examinar a sanção administrativa e o acordo substitutivo de processo sancionador sob a perspectiva instrumental, isto é, como instrumentos à disposição do órgão regulador para o exercício da sua competência sancionadora. As segunda e terceira seções expõem, a partir da literatura especializada, os incentivos comumente associados à sanção administrativa e aos acordos substitutivos do processo sancionador, respectivamente. Finalmente, a quarta seção examina, no contexto da regulação do mercado de valores mobiliários e diante de determinadas circunstâncias institucionais vivenciadas pela CVM, os potenciais incentivos que a autarquia pode produzir a partir do emprego da sanção administrativa e do termo de compromisso como instrumentos de *enforcement*, assim como as limitações a serem consideradas dadas as particularidades do contexto regulatório brasileiro.

## A INSTRUMENTALIDADE DA SANÇÃO ADMINISTRATIVA E DO ACORDO SUBSTITUTIVO PARA O EXERCÍCIO DA FUNÇÃO REGULATÓRIA

No bojo das transformações vivenciadas pelo direito administrativo brasileiro ao longo das últimas décadas, especialmente a partir da reforma administrativa da década de 1990,<sup>9</sup> o princípio da eficiência, alçado a princípio constitucional por força da Emenda Constitucional n. 19, de 1998,<sup>10</sup> firmou-se como parâmetro fundamental da ação administrativa.<sup>11</sup>

A exigência de uma atuação administrativa eficiente contribui para a adoção de uma perspectiva instrumental do direito administrativo e de seus institutos jurídicos, então compreendidos como ferramentas legítimas à

---

<sup>9</sup> Refere-se ao movimento de reforma administrativa, inspirado no projeto do New Public Management (NPM) inglês, por meio do qual se buscou instalar um modelo de administração pública gerencial – no lugar, da burocracia prestacional. A propósito, confira-se GUERRA, Sergio. **Agências reguladoras: da organização administrativa piramidal à governança em rede**. 2. ed. Belo Horizonte: Fórum, 2021, pp. 155-158.

<sup>10</sup> Cf. Art. 37, caput, da Constituição Federal. “A administração pública direta e indireta de qualquer dos Poderes da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios obedecerá aos princípios de legalidade, impessoalidade, moralidade, publicidade e eficiência e, também, ao seguinte: (...)”.

<sup>11</sup> Em sua obra, Diogo de Figueiredo Moreira Neto apresenta a eficiência como um dos novos paradigmas do direito administrativo no Estado pós-moderno (**Quatro paradigmas do direito administrativo pós-moderno**. Belo Horizonte: Editora Fórum, 2008, p. 30).

disposição do Estado para a promoção dos objetivos públicos delineados no texto constitucional e nos diplomas legais.<sup>12</sup>

Como propõe (RIBEIRO, 2016), o direito administrativo pode ser concebido a partir da metáfora de uma “caixa de ferramentas”, que privilegia o instrumentalismo legal enquanto estratégia de direito destinada a assegurar que os institutos jurídicos melhor sirvam aos fins democraticamente definidos na constituição federal. Segundo o autor:

“Essa guinada, em favor da eficiência do Estado e da melhoria de sua gestão, passa, necessariamente, pela compreensão de que **o direito administrativo**, por força de seu desenvolvimento contínuo, dedicação a interesses múltiplos, caráter acumulativo, cultural, concreto e cotidiano, **nada mais é que a compilação de uma grande diversidade de institutos e formas de organização com vocações próprias, que juntos integram uma verdadeira caixa de ferramentas voltada à instrumentalização de interesses públicos caso a caso.**

**Com efeito, ferramentas são instrumentos vocacionados a certas finalidades.** E apreender o direito administrativo como uma caixa delas é jogar luzes sobre a importância de se desenhar, escolher, combinar, empregar e estar essas ferramentas na persecução do interesse público, aprimorando a Gestão Pública e seu controle, a partir de juízos de adequação, experiência, e do acompanhamento e avaliação de resultados” (grifou-se).<sup>13</sup>

Justamente por se cuidar de ferramentas destinadas à promoção de determinados objetivos, não é – ou, ao menos, não deveria ser – meramente intuitivo ou aleatório o emprego dos institutos jurídicos para a elaboração de políticas públicas, desenvolvimento de estratégias regulatórias ou, mais especificamente quanto ao tema ora em análise, o exercício da competência sancionadora por ente regulador. Pelo contrário, a sua seleção deve ser reflexo de análise ponderada dos meios de ação disponíveis, considerando as

---

<sup>12</sup> Segundo Alexandre Aragão, “[o] Direito não pode ignorar a realidade social sobre a qual incide. As regras jurídicas devem ter a validade da sua aplicação aferida do ponto de vista da sua eficácia, instrumental à realização prática de seus objetivos públicos, e não apenas do ponto de vista de sua conformidade em tese com os atos normativos hierarquicamente superiores. Uma regra que, fora de qualquer zona cinzenta de juízo, indubitavelmente não está realizando as finalidades públicas às quais se destina, ou pior, que as está contrariando, não pode, inclusive por força do Princípio Constitucional da Eficiência (art. 37, *caput*, CF), ser aplicada aos casos concretos em que tenha esses efeitos” (“Ensaio de uma visão autopoietica do direito administrativo”. In: LEAL, Fernando. MENDONÇA, José Vicente Santos de (org.). **Transformações do direito administrativo: consequencialismo e estratégias regulatórias**. Rio de Janeiro: Escola de Direito do Rio de Janeiro da FGV, 2016, p. 54).

<sup>13</sup> RIBEIRO, Leonardo Coelho. **O direito administrativo como caixa de ferramentas: uma nova abordagem da ação pública**. São Paulo: Malheiros, 2016, p. 65.

finalidades próprias de cada instrumento e os incentivos que são capazes de gerar para o atingimento dos objetivos pretendidos pelo administrador.

É sob essa perspectiva instrumental que se propõe examinar a sanção administrativa e o acordo substitutivo de processo sancionador como meios de ação para o exercício da competência sancionadora atribuída aos órgãos reguladores.

Como destaca (VORONOFF, 2018) a imposição de sanção administrativa não é um poder-dever extraído do conjunto de competências da administração pública, tampouco uma resposta automática e necessária do ordenamento jurídico a uma infração ou, ainda, uma decorrência lógica do princípio da supremacia do interesse público sobre o privado.<sup>14</sup> A sanção administrativa não é um fim em si mesma, mas um dos meios de ação para conformar a conduta dos administrados às determinações da administração pública e, como tal, pode ser afastada ou ter o seu exercício negociado caso o administrador entenda que há outros meios mais eficazes para atender à finalidade pública que lhe foi conferida, a exemplo da via consensual.<sup>15</sup>

Esse caráter instrumental da sanção administrativa é privilegiado e ampliado no bojo da atividade regulatória do Estado.<sup>16</sup>

O regime legal que disciplina a atuação dos órgão reguladores prevê, em regra, um ciclo regulatório<sup>17</sup> que compreende desde a edição de normas, passando pela consequente fiscalização do cumprimento desses normativos, até a instauração de processo administrativo para a apuração de indícios de

---

<sup>14</sup> VORONOFF, Alice. **Direito administrativo sancionador no Brasil**. Belo Horizonte: Fórum, 2018, p. 103.

<sup>15</sup> Segundo Juliana Bonacorsi de Palma, “(...) as prerrogativas públicas, como a prerrogativa sancionadora, consistem em ferramentas de trabalho da Administração para viabilizar ou otimizar a ação administrativa, estando, dessa forma, condicionadas ao fim de utilidade pública” (**Sanção e acordo na Administração Pública**. São Paulo: Malheiros, 2015, pp. 303-304)

<sup>16</sup> Cf. OLIVEIRA, José Roberto Pimenta, GROTTI, Dinorá Adelaide Musetti. “Direito administrativo sancionador regulatório no Brasil: breve panorama e seus desafios”. In: VORONOFF, Alice; DE PALMA, Juliana Bonacorsi; TOLEDO, Renato. **Coleção de direito administrativo sancionador: volume 3: direito administrativo sancionador regulatório**. Rio de Janeiro: CEEF, 2022, p. 211.

<sup>17</sup> Nas palavras de Vital Moreira, “um processo de regulação implica tipicamente as seguintes fases: formulação das orientações da regulação; definição e operacionalização das regras; implementação e aplicação das regras; controlo da aplicação das regras; sancionamento dos transgressores; decisão dos recursos. Condensando e agregando estes diversos níveis, podem ser reunidos em três etapas essenciais: (a) aprovação das normas pertinentes (leis, regulamentos, códigos de conduta, etc.); (b) implementação concreta das referidas regras (autorizações, licenças, injunções, etc.); (c) fiscalização do cumprimento e punição das infrações” (**Auto-regulação profissional e administração pública**. Coimbra: Almedina, 1997, pp. 36-37).

irregularidades, a responsabilização dos autores dos ilícitos e, finalmente, a imposição de sanções administrativas.

O exercício da competência sancionadora é apenas uma etapa desse ciclo e se destina a resguardar a eficácia da própria atividade regulatória.<sup>18</sup> Em outros termos, a finalidade primordial da atuação sancionadora dos entes reguladores é conformar a conduta dos agentes sob a sua supervisão às regras que disciplinam o mercado regulado. E é com vistas à consecução dessa finalidade que o regulador deve selecionar, caso a caso, meio de ação capaz de promover satisfatoriamente o resultado almejado.

Precisamente porque a prerrogativa de aplicar sanções diante de um descumprimento normativo é poder instrumental reconhecido ao regulador para resguardar a eficácia da atividade regulatória não há óbice a que se decida suspender processo sancionador em curso e abdicar da possibilidade de impor uma sanção ao investigado quando se identifique meio de ação mais eficiente.

Tampouco há qualquer incompatibilidade entre a via consensual e os princípios da supremacia e da indisponibilidade do interesse público, vez que, pelo exposto, o interesse público jamais será na aplicação da sanção administrativa per se, mas nos efeitos daí decorrentes. Assim, sendo possível produzir tais efeitos, de modo mais eficiente, pela via consensual, a celebração do acordo substitutivo coincide com o próprio interesse público tutelado.<sup>19</sup>

O acordo substitutivo de processo sancionador é, portanto, exemplo de instrumento alternativo que o regulador tem à disposição em sua “caixa de ferramentas”, ao qual pode recorrer quando entender que a atuação imperativa e unilateral do Estado pode ser vantajosamente substituída por um acordo cujas condições possibilitem o atendimento do interesse público de modo mais eficiente, duradouro, célere ou com menores custos.<sup>20</sup>

---

<sup>18</sup> “A teoria da regulação, de forma amplamente majoritária, foi construída sob a premissa de que o regime jurídico-administrativo sancionador, relacionado ao desempenho da atividade regulada, deve ser incluído como elemento imprescindível do marco regulatório legalmente construído para demarcar a atividade da agência reguladora independente, como fator de garantia de sua efetividade” (OLIVEIRA, José Roberto Pimenta, GROTTI, Dinorá Adelaide Musetti. “Direito administrativo sancionador regulatório no Brasil: breve panorama e seus desafios”. In: VORONOFF, Alice; DE PALMA, Juliana Bonacorsi; TOLEDO, Renato. **Coleção de direito administrativo sancionador: volume 3: direito administrativo sancionador regulatório**. Rio de Janeiro: CEEF, 2022, p. 208, grifou-se)

<sup>19</sup> Cf. MARQUES Neto, Floriano de Azevedo, CYMBALISTA, Tatiana Matiello. “Os Acordos Substitutivos do Procedimento Sancionatório e da Sanção”. **Revista Eletrônica de Direito Administrativo Econômico (REDAE)**. Salvador, Instituto Brasileiro de Direito Público, n. 27, ago./set./out. 2011, Disponível em: <http://www.direitodoestado.com/revista/REDAE-27-AGOSTO-2011-FLORIANO-AZEVEDO-TATIANA-MATIELLO.pdf> Acesso em: 3.11.2023.

<sup>20</sup> MOREIRA NETO, Diogo de Figueiredo. **Mutações do Direito Público**. Rio de Janeiro: Renovar, 2006, pp. 344-345.

Como destacam (PIMENTA e GROTTI, 2022), na medida em que as potestades tradicionais do Estado, a exemplo da potestade sancionadora, revelam-se pouco eficazes para a consecução de resultados, as potestades consensualizadas ganham cada vez mais relevância como mecanismos de *enforcement*.<sup>21</sup> Reforça-se a percepção de que o diálogo e a cooperação entre reguladores e regulados pode contribuir para que ambos alcancem os fins pretendidos.

O desafio do regulador consiste, então, em identificar as circunstâncias em que deve exercer a tradicional potestade sancionadora e aquelas em que o melhor caminho é recorrer a meios alternativos, a exemplo dos instrumentos consensuais, para concretizar os seus objetivos. Estudos de teoria da regulação, desenvolvidos especialmente em países de *common law*, dedicaram-se a examinar o tema e propuseram, a partir disso, diferentes modelos regulatórios que se propõem a orientar a atuação do ente regulador.

Num momento em que disputavam a preferência de estudiosos e reguladores modelos exclusivamente punitivistas, de um lado, e estratégias essencialmente persuasivas, de outro,<sup>22</sup> (AYRES e BRAITHWAITE, 1992) propuseram modelo regulatório cuja virtude é, justamente, estar no meio do caminho.<sup>23</sup> Nas palavras dos autores, “rejeitar modelos punitivos é ingênuo, ao passo que estar exclusivamente comprometido com eles é fadado ao fracasso”.<sup>24</sup>

Na visão dos autores, somente um modelo regulatório que combine estratégias é capaz de conformar a conduta dos mais diversos agentes regulados, que possuem múltiplas motivações e, portanto, respondem a incentivos diferentes. Assim, para (AYRES e BRAITHWAITE, 1992), um modelo

---

<sup>21</sup> OLIVEIRA, José Roberto Pimenta, GROTTI, Dinorá Adelaide Musetti. “Direito administrativo sancionador regulatório no Brasil: breve panorama e seus desafios”. In: VORONOFF, Alice; DE PALMA, Juliana Bonacorsi; TOLEDO, Renato. **Coleção de direito administrativo sancionador: volume 3: direito administrativo sancionador regulatório**. Rio de Janeiro: CEEF, 2022, p. 219.

<sup>22</sup> Cf. ressaltaram Ian Ayres e John Braithwaite havia “uma longa história de discussões infrutíferas (...) entre aqueles que acreditam que as corporações obedecerão à lei apenas quando confrontadas com sanções severas e aqueles que acreditam que a persuasão suave funciona para garantir a conformidade das empresas com a lei. Reiss (1980) chamou esses dois modelos concorrentes de regulação de ‘dissuasão’ versus ‘conformidade’” (no original, “there is a long history of barren disputation (...) between those who think that corporations will comply with the law only when confronted with tough sanctions and those who believe that gentle persuasion works in securing business compliance with the law. Reiss (1980) has dubbed these two competing models of regulation “deterrence” versus “compliance”) (*Responsive regulation: transcending the deregulation debate*, New York: Oxford University Press, 1992, p. 20).

<sup>23</sup> *Ibid.*, p. 21.

<sup>24</sup> No original, “To reject punitive regulation is naive; to be totally committed to it is to lead a charge of the Light Brigade. The trick of successful regulation is to establish a synergy between punishment and persuasion” (*Ibid.*, p. 25).

regulatório bem-sucedido combina, necessariamente, instrumentos de punição e persuasão a partir de uma estratégia “*tit-for-tat*”, em que a resposta regulatória, mais ou menos interventiva, depende da propensão do agente regulado a cooperar.

A responsividade desse modelo é, portanto, ao comportamento do regulado perante o regulador. Segundo propõem os autores, tomando como ponto de partida uma abordagem persuasiva, as respostas regulatórias devem ser intensificadas, progressivamente, até a cominação de sanção mais gravosa, mas somente enquanto o regulado resistir ao cumprimento das diretrizes regulatórias. Caso o regulado passe a demonstrar a intenção de cooperar, o regulador deve estar disposto a retomar uma postura negocial.<sup>25</sup>

Já sob outra perspectiva, (SPARROW, 2003) defende um modelo regulatório “*problem-centered*”.<sup>26</sup> Segundo o autor, adotando uma abordagem de resolução de problemas, a estratégia regulatória seria definida a partir da identificação das situações que merecem atenção, definição precisa do problema a ser enfrentado, mensuração do seu impacto, definição da medida a ser adotada, implementação do plano de resposta, monitoramento, revisão e eventual ajuste da abordagem.

Em paralelo, a partir da experiência do Reino Unido,<sup>27</sup> desenvolveu-se um modelo de regulação baseada em risco, segundo o qual os esforços do regulador devem ser direcionados às atividades e aos regulados que, em sua avaliação de risco, possam acarretar maior impacto aos objetivos regulatórios. Para responder a esses riscos, o regulador deve contar com um conjunto de medidas, escaláveis, sendo algumas de mais rápida adoção para a maioria das violações e outras mais severas, destinadas a mitigar o risco de reincidência e

---

<sup>25</sup> Ian Ayres e John Braithwaite buscaram traduzir a estratégia proposta em uma “pirâmide de *enforcement*” (Ibid., p. 35).

<sup>26</sup> SPARROW, Malcolm K. *The Regulatory Craft: controlling risks, solving problems, and managing compliance*. Washington: The Brookings Institution, 2003.

<sup>27</sup> Em relatório divulgado em março de 2005, a pedido do governo britânico, Philip Hampton apresentou proposições voltadas a promover maior eficiência nas atividades de fiscalização e *enforcement* desenvolvidas pelos reguladores britânicos (HAMPTON, Philip. *Reducing administrative burdens: effective inspection and enforcement*. HM Treasury, 2005).

minimizar o impacto da ofensa.<sup>28-29</sup> A alocação dos esforços do regulador para riscos prioritários possibilitaria redirecionar recursos, humanos e financeiros, para a atividade de orientação, o que favoreceria um maior nível de compliance pelos regulados.<sup>30</sup>

Ainda no direito comparado, (BALDWIN e BLACK, 2007) revisitaram o modelo de (AYRES e BRAITHWAITE, 1992) e, inspirados, ainda, pelas contribuições de outros modelos regulatórios (e.g. *smart regulation* e *risk-based regulation*), propuseram uma regulação realmente responsiva.<sup>31</sup>

Segundo esses autores, o modelo regulatório não deve ser responsivo somente ao comportamento do regulado. Há outros cinco fatores a serem considerados na definição da resposta regulatória apropriada para cada etapa da atividade de *enforcement*, a saber: (i) a cultura organizacional dos agentes regulados frente à regulação – que vai além da postura cooperativa ou de enfrentamento adotada por esse agente;<sup>32</sup> (ii) o contexto institucional do próprio regulador;<sup>33</sup> (iii) a coerência entre a abordagem adotada pelo regulador e o

---

<sup>28</sup> “Its proposals also have the potential, in time, significantly to reduce the direct cost of regulation to Government and regulated sectors, substantially offsetting any one-off costs of change. To deliver this, the review’s principal recommendations are that: (...) the penalty regime should be based on managing the risk of re-offending, and the impact of the offence, with a sliding scale of penalties that are quicker and easier to apply for most breaches with tougher penalties for rogue businesses which persistently break the rules” (Ibid., p. 9).

<sup>29</sup> A efetividade da atividade de *enforcement* também dependeria do regime de sanções, o qual deveria ser orientado a mitigar o risco de reincidência e minimizar o impacto da ofensa. Com vista ao cumprimento de tais orientações, Richard Macroy apresentou, em 2006, relatório examinando o sistema de sanções administrativas britânico (MACROY, Richard B. *Regulatory Justice: making sanctions effective*. HM-Treasury, 2006).

<sup>30</sup> “The review believes that, by eliminating unnecessary inspection, more resources could be directed to advice. This can reduce administrative burdens by reducing the time taken to comprehend regulations, and any data requirements under them. It can increase the probability of compliance, and hence regulatory outcomes” (Op.Cit., p. 5).

<sup>31</sup> BALDWIN, Robert. BLACK, Julia. *Really Responsive Regulation*. London: LSE Law, Society and Economy Working Papers, 2007.

<sup>32</sup> “This goes beyond the question of how the firm, or different individuals within the firm, interact on a personal level and whether relationships are cooperative or antagonistic to look at the broader context that shapes the firm’s response to the regulatory regime. Recent work on compliance shows the importance of motivational postures, the social signals that individuals send to the regulator and to themselves to communicate the degree they accept the regulatory agenda and the way in which the regulator functions and carries out its duties on a daily basis” (Ibid., p. 18).

<sup>33</sup> Faz-se referência, entre outras circunstâncias que influenciam o contexto institucional do regulador, à estrutura organizacional, às normas que disciplinam sua atuação, à distribuição de recursos, ao exercício de controle externo sobre suas atividades, à existência de mecanismos de veto às suas decisões, à sua posição em um regime regulatório mais amplo (Ibid., p. 19).

fundamento lógico próprio à cada estratégia regulatória;<sup>34</sup> (iv) o sucesso da estratégia e dos instrumentos adotados no atendimento dos objetivos delineados pelo regulador;<sup>35</sup> e (v) eventuais mudanças nas prioridades regulatórias, nos objetivos e nas circunstâncias do ambiente regulado.

Em suma, cada modelo regulatório responde de maneira distinta ao questionamento inicial sobre como definir a resposta regulatória a ser adotada em cada caso. Como visto, há quem defenda que a estratégia deve ser definida conforme o comportamento do regulado, para outros conforme o risco oferecido pela conduta para o ambiente regulado, ou ainda conforme a avaliação conjunta de fatores envolvendo regulado, regulador e ferramentas regulatórias. Há, ainda, quem entenda ser mais importante compreender, caso a caso, o problema a ser enfrentado do que antecipar critérios de uma abordagem regulatória.

Na definição da estratégia a ser adotada para assegurar a manutenção do equilíbrio do sistema regulador, o regulador brasileiro pode assumir uma postura responsiva, entender que uma abordagem baseada em risco é mais eficiente em seu contexto regulatório ou, ainda, optar por analisar e definir uma estratégia para cada diferente problema enfrentado. Segundo alertam (PIMENTA e GROTTI, 2022), contudo, “não pode se desgarrar do processo histórico de formação do direito administrativo e de intervenção do Estado na Economia, próprio da realidade brasileira” (p. 222).

Em todo o caso, qualquer que seja a abordagem adotada pelo regulador, todas têm em comum o olhar instrumental sobre a atividade de *enforcement*. Identifica-se, portanto, um ponto de partida fundamental para que o regulador possa decidir sobre os meios de ação a serem empregados em cada caso: conhecer os incentivos que os instrumentos à sua disposição podem proporcionar para conformar a conduta dos agentes regulados

Nas palavras de (BONACORSI, 2015), a análise da sanção administrativa e do acordo substitutivo sob a perspectiva instrumental importa

---

<sup>34</sup> “The concept of ‘regulatory logic’, it should be noted, differs from the idea of regulatory objectives (such as cleaner environments or safer workplaces). Such objectives may be sought to be achieved through different technologies and logics (e.g., of punishment or restoration or rehabilitation or through ‘professional’ or ‘commercial logics’). Such logics involve distinctive relationships and modes of conversing with regulated parties – a punitive message, for instance, will be framed and received differently from a rehabilitative message. Coherence of logic matters because confusion detracts from effective regulation” (Ibid., p. 20).

<sup>35</sup> “Really responsive regulation pinpoints the need to assess performance not only on a continuing basis, but also in a manner that takes on board those shifts in objectives and regulatory environments that have been referred to above. Really responsive regulation does not eradicate the difficulties of performance assessment but, by placing assessment at the core of regulatory activity, it may facilitate its execution – insofar as it encourages the creation of ongoing systems and processes that will produce relevant data in a timely and organized manner” (Ibid., p. 22).

“reconhecer que o seu emprego gera necessariamente efeitos de diferentes ordens; efeitos, esses, cambiantes, conforme o contexto no qual o instituto se insere”.<sup>36</sup> Assim, a decisão da autoridade reguladora quanto ao instrumento regulatório a ser adotado em cada caso concreto passa, necessariamente, pela análise dos possíveis efeitos de cada uma das opções disponíveis dentro do contexto específico do sistema regulado.

Isso posto, a seção seguinte deste artigo passa efeitos comumente associados aos institutos jurídicos da sanção administrativa e do acordo substitutivo de processo sancionador, para então, finalmente avaliar, à luz do contexto regulatório do mercado de valores mobiliários, os potenciais incentivos que a CVM poderia produzir a partir do emprego desses instrumentos a fim de conformar a conduta dos agentes regulados às normas que lhe cumpre fiscalizar.

## OS INCENTIVOS DECORRENTES DA IMPOSIÇÃO DE SANÇÃO ADMINISTRATIVA

A doutrina administrativista pátria reconhece como principal finalidade da sanção administrativa a prevenção da ocorrência de novas infrações. Nesse sentido convergem (FERREIRA, 2001,<sup>37</sup> (VITTA, 2003),<sup>38</sup> (MELLO, 2005)<sup>39</sup> (VORONOFF, 2018)<sup>40</sup> e, ainda, (BANDEIRA DE MELLO, 2015), cujas considerações sobre o tema convém reproduzir:<sup>41</sup>

“Evidentemente, a razão pela qual a lei qualifica certos comportamentos como infrações administrativas, e prevê sanções para quem nelas incorra, é a de desestimular a prática daquelas condutas censuradas ou constringer ao cumprimento das obrigatórias. Assim, o objetivo da composição das figuras infracionais e da correlata penalização é intimidar eventuais infratores, para que não pratiquem os comportamentos proibidos ou para induzir os administrados a atuarem na conformidade de regra que lhes demanda comportamento positivo. Logo, quando uma sanção é prevista e ao depois

---

<sup>36</sup> PALMA, Juliana Bonacorsi de. **Sanção e acordo na Administração Pública**. São Paulo: Malheiros, 2015, pp. 125-126.

<sup>37</sup> FERREIRA, Daniel. **Sanções administrativas**. São Paulo: Malheiros, 2001, p. 30.

<sup>38</sup> VITTA, Heraldo. **A sanção no direito administrativo**. São Paulo: Malheiros, 2003, p. 65.

<sup>39</sup> MELLO, Rafael Munhoz de. “Sanção administrativa e o princípio da culpabilidade”. **Revista de Direito Administrativo e Constitucional**, ano 5, n. 22, p. 25-57, out./dez. 2005, p. 29.

<sup>40</sup> VORONOFF, Alice. **Direito administrativo sancionador no Brasil**. Belo Horizonte: Fórum, 2018, pp. 99-102.

<sup>41</sup> BANDEIRA DE MELLO, Celso Antônio. **Curso de Direito Administrativo**, 32<sup>a</sup> ed. São Paulo: Malheiros Editores, 2015, pp. 872-873.

aplicada, o que se pretende com isto é tanto despertar em quem a sofreu um estímulo para que não reincida, quanto cumprir uma função exemplar para a sociedade”.

A sanção administrativa possui, então, o condão de desestimular o comportamento ilícito tanto em relação ao próprio infrator (prevenção especial), que sofre os efeitos indesejados da penalidade imposta, quanto aos demais agentes (prevenção geral), que embora não as enfrentem diretamente, são levados a confrontar as consequências de eventual inobservância do comando normativo.

Uma vez que o propósito de sancionar é prevenir o comportamento ilícito, torna-se especialmente relevante examinar a sanção administrativa sob a perspectiva da análise econômica do direito, destacadamente da corrente de pensamento preconizada pela Escola de Chicago.<sup>42</sup> A premissa de análise segundo tal corrente é de que os indivíduos são seres racionais (*homo economicus*), que orientam as suas escolhas, inclusive a escolha entre condutas lícitas e ilícitas, por análises de custos e benefícios.

Sendo assim, esse sujeito pode ser dissuadido de praticar ato ilícito desde que as consequências de sua responsabilização imponham custos que superem os benefícios advindos do descumprimento do comando normativo. Tais custos são resultado de uma combinação entre a probabilidade de o Estado identificar a infração e punir o infrator e a gravidade da sanção aplicada nesses casos. Em última análise, assume-se que, antes de praticar um ato ilícito, um indivíduo racional avalia se a infração administrativa compensa.

Sobressai aqui uma lógica de incentivos compatível com o campo da regulação setorial. Ora, em um sistema regulado do qual participam agentes econômicos que visam maximizar, o quanto possível, ganhos financeiros e reputacionais, é esperado que esses sujeitos ponderem os custos de observância da norma regulatória – ou, os ganhos advindos da conduta ilícita – vis a vis o

---

<sup>42</sup> Nesse sentido, a contribuição de Gary Becker, representante da Escola de Chicago, foi fundamental para promover a articulação entre o crime e a ciência econômica. Em sua obra “Crime and Punishment”, dedica-se a propor, a partir de uma análise econômica, uma política ideal para o combate de comportamentos criminosos. Nesse sentido, esclarece que devem ser ponderados os custos associados à descoberta do crime, prisão e condenação do infrator e execução de uma pena, assim como as diferentes modalidades de pena passíveis de serem aplicadas ao infrator. Segundo Becker, o modelo ideal é aquele que minimiza a perda social decorrente das práticas criminosas (BECKER, Gary S. “Crime and punishment: an economic approach”. In: BECKER, Gary S.; LANDES, William M. *Essays in the economic of crime and punishment*. Chicago: Chicago University, 1974).

risco de serem responsabilidades por sua conduta e os custos associados à punição.<sup>43</sup>

Agora, consoante ressalta (VORONOFF, 2018) “se a sanção administrativa é um meio de conformação de condutas, baseado em uma lógica coercitiva e nos incentivos a partir dela gerados, exsurge para o administrador o dever de verificação permanente da efetividade desse meio”.<sup>44</sup> Nessa direção, há ao menos dois fatores que devem ser considerados no tocante à efetividade da sanção administrativa: a dosimetria da penalidade a ser aplicada e a capacidade de execução das sanções impostas.

A adequada modulação da penalidade imposta ao agente infrator é crucial para determinar o efeito dissuasório da sanção, o que envolve tanto a definição da modalidade de sanção (advertência, multa, penalidade restritiva do exercício de direito) a ser aplicada quanto a sua intensidade.

Em casos em que a infração apurada não resulte em qualquer vantagem econômica ao infrator, o regulador pode entender que os custos indiretos decorrentes do processo sancionador são suficientes para dissuadir o infrator e os demais participantes do mercado da prática de novos ilícitos e, então, decidir pela aplicação de uma advertência.

Por sua vez, infrações que assegurem um ganho indevido ou uma vantagem competitiva ao autor frente aos demais participantes recomendam penalidades capazes de afastar qualquer incentivo econômico à prática do ilícito. É o caso das penalidades de multa pecuniária cujo montante é fixado tomando por base o resultado econômico decorrente da prática ilícita.

Há outras circunstâncias em que o regulador pode entender que a conduta do infrator representa risco tal à higidez do mercado regulado que somente o seu afastamento temporário é suficiente para prevenir a ocorrência de novas infrações. Segundo (AYRES e BRAITHWAITE, 1992), o afastamento também pode ser a resposta regulatória mais adequada frente a agentes cuja conduta no tocante ao cumprimento à regulação é absolutamente irracional.<sup>45</sup>

Outro fator de especial relevância para a promoção do incentivo pretendido diz respeito à capacidade de o órgão regulador executar a penalidade imposta. Isso porque o efeito dissuasório da sanção está intrinsecamente

---

<sup>43</sup> V. VORONOFF, Alice. “Direito Administrativo Sancionador: um olhar pragmático a partir das contribuições da análise econômica do direito”. In: VORONOFF, Alice; DE PALMA, Juliana Bonacorsi; TOLEDO, Renato. **Coleção de direito administrativo sancionador: volume 3: direito administrativo sancionador regulatório**. Rio de Janeiro: CEEF, 2022, pp. 258-259

<sup>44</sup> VORONOFF, Alice. **Direito administrativo sancionador no Brasil**. Belo Horizonte: Fórum, 2018, p. 106.

<sup>45</sup> AYRES, Ian. BRAITHWAITE, John. **Responsive regulation: transcending the deregulation debate**, New York: Oxford University Press, 1992, pp. 29-30.

relacionado à certeza quanto à sua efetiva aplicação ao infrator. É de pouca valia para prevenir novas infrações a cominação de penalidade especialmente gravosa, mas cuja probabilidade de execução é notoriamente baixa. Nesse caso, a ponderação entre os benefícios econômicos advindos da prática ilícita e os custos decorrentes da adoção de medidas de supervisão e sanção pelo órgão regulador pode apontar, desfavoravelmente, que o descumprimento do comando normativo compensa.

A capacidade de o órgão regulador executar a sanção cominada pode estar associada a fatores como (i) o tempo transcorrido entre a prática do ilícito e a conclusão do processo administrativo sancionador, que, se muito longo, pode possibilitar ao infrator adotar artifícios para ocultar os benefícios auferidos com a conduta ilícita; (ii) a maior resistência dos regulados em adimplir com as sanções aplicadas; (iii) a manutenção dos recursos humanos e organizacionais necessários à promoção das medidas de execução necessárias para garantir o cumprimento das sanções; (iv) a possibilidade de o sancionado recorrer ao Poder Judiciário para suspender a execução da sanção. É, nesse sentido, que (BALDWIN e BLACK, 2007) destacam a importância de se considerar, na seleção do meio de ação, não somente circunstâncias atinentes ao agente regulado, como também ao próprio regulador – neste caso, as suas capacidades institucionais.

Não obstante a importância da adequação da penalidade cominada e sua execução pelo regulador, sob a perspectiva reputacional, o simples risco de ter uma sanção imposta contra si pode ser incentivo suficiente ao agente regulado. Isso porque, em determinadas circunstâncias, a percepção do mercado e da sociedade em geral sobre a legitimidade de sua atuação é o principal fator a motivar uma maior diligência daquele participante em conformar-se às normas e diretrizes emanadas pelo regulador. A racionalidade do *homo economicus* visa maximizar tanto ganhos financeiros quanto reputacionais.

Finalmente, mas não menos importante, pode-se identificar outra ordem de incentivo advindo da sanção administrativa: o reforço da autoridade da entidade reguladora perante o regulado. Tradicionalmente, se entende que o exercício da prerrogativa sancionadora por meio da aplicação da sanção administrativa contribui para afirmar a autoridade da administração frente o administrado, vez que o poder sancionador verticaliza as relações jurídico-administrativas e, com isso, enfatiza a noção de autoridade construída pela conjunção da materialidade da prerrogativa sancionadora e de sua exorbitância.<sup>46</sup>

---

<sup>46</sup> PALMA, Juliana Bonacorsi de. **Sanção e acordo na Administração Pública**. São Paulo: Malheiros, 2015, pp. 90-91.

Segundo (ORDÓÑEZ, 1999):<sup>47-48</sup>

“É muito difícil que um regulador possa levar adequadamente suas tarefas se não há um certo temor por parte dos monopólios quanto às consequências que possam resultar de não cumprir com o que decida o regulador, pelo que se deve conceder aos órgãos reguladores, com o sistema de recursos que se considere adequado, suficientes faculdades sancionadoras, ou ao menos, faculdades de iniciação de expedientes sancionadores e proposta de sanção aos órgãos decisórios correspondentes (grifou-se)”.

Também nesse sentido, especificamente sob a ótica da teoria regulatória, (AYRES e BRAITHWAITE, 1992) argumentam que mais importante do que efetivamente empregar respostas rigorosas seria projetar para os regulados uma imagem de invencibilidade. A postura cooperativa dos regulados estaria positivamente associada à forma como o regulador é percebido pelo setor regulado. Por essa razão, seria importante que o regulador dispusesse de *big guns* e as utilizava estrategicamente em casos excepcionais, com vistas a reforçar sua autoridade.<sup>49</sup>

Pelo exposto, conclui-se que a principal finalidade da sanção administrativa é prevenir a ocorrência de novas infrações, seja pelo próprio infrator, seja pelos demais agentes regulados, sendo que o efeito dissuasório da sanção pode ser influenciado, entre outros fatores, pela dosimetria da penalidade a ser aplicada e pela capacidade de o regulador executá-la. Adicionalmente, a imposição de sanção administrativa pode exercer outros efeitos relevantes, a saber o reforço da autoridade do ente regulador perante os seus regulados e o impacto sobre a reputação do agente sancionado no mercado regulado.

---

<sup>47</sup> “Reflexion preliminar” à obra de LASHERAS, Miguel Ángel. **La Regulación económica de los servicios públicos**. Barcelona: Ariel, 1999, p. 9.

<sup>48</sup> Também nesse sentido Floriano de Azevedo Marques Neto já destacou que “é primacialmente pelo poder de sanção que o órgão regulador se afirma frente aos atores privados regulados (concessionários, permissionários, autorizados etc.) e perante os administrados (consumidores). Sem a ameaça potencial de sanção, resta fragilizada a autoridade regulatória. Sem perceber a capacidade coercitiva do regulador, sente-se o administrado desamparado” (MARQUES NETO, Floriano Peixoto de Azevedo. “Aspectos jurídicos do exercício do poder de sanção por órgão regulador do setor de energia elétrica”. **RDA 221**. Rio de Janeiro: Renovar, 2000, p. 356).

<sup>49</sup> AYRES, Ian. BRAITHWAITE, John. **Responsive regulation: transcending the deregulation debate**, New York: Oxford University Press, 1992, pp. 29-30.

## OS INCENTIVOS ADVINDOS DA CELEBRAÇÃO DE ACORDO SUBSTITUTIVO DE PROCESSO SANCIONADOR

O acordo substitutivo de processo sancionador, do qual é exemplo o termo de compromisso firmado pela CVM, é modalidade de ajuste, passível de negociação entre a autoridade reguladora e o regulado, que tem por objetivo suspender ou prevenir a instauração de processo administrativo que se destine a apurar a responsabilidade pela prática de suposta infração administrativa. Ao celebrar tal compromisso, a autoridade reguladora consente em não perseguir a responsabilização do investigado e renuncia à possibilidade de impor sanção administrativa pela prática do ilícito. Em contrapartida, o regulado assume determinadas obrigações em favor da correção das irregularidades e da prevenção de novas infrações.

Como visto, tal qual a sanção administrativa, o acordo substitutivo é um meio de ação a partir do qual o regulador pode exercer sua competência sancionadora. No entanto, enquanto o processo administrativo sancionador pressupõe o transcurso de diversas fases de instrução processual, ampla defesa e julgamento até que seja possível a efetiva imposição da sanção administrativa, é certo que a via consensual, invariavelmente, permite a redução do tempo e dos custos necessários para o deslinde do caso.

Essa economia de tempo e recursos não é, por si só, indicativo de que a celebração do acordo substitutivo será sempre a melhor escolha. De nada aproveitará ao interesse público se o ajuste firmado entre regulador e regulado não for capaz de assegurar a conformação de sua conduta à legislação. Há que se avaliar, portanto, os incentivos que a celebração desse acordo pode promover para condicionar o comportamento dos agentes regulados.

Como muito bem destacam (AYRES e BRAITHWAITE. 1992), a adoção, pelo regulador, de uma postura adversarial perante o regulado nem sempre é a resposta mais eficiente para assegurar a conformidade de sua conduta. Se, por um lado, é ingênuo ignorar o fato de que agentes econômicos atuam para satisfazer seus interesses particulares, tampouco é o caso de assumir que todos esses agentes explorarão qualquer oportunidade de descumprir com as regras. Isto é, que não há entre os regulados qualquer compromisso com o cumprimento das normas ou senso de responsabilidade social.<sup>50</sup>

Sendo assim, a abertura do regulador ao diálogo e à consensualidade gera o incentivo de aproximar o regulado e favorecer uma postura cooperativa, especialmente no que diz respeito à correção da conduta e à adoção de medidas destinadas a prevenir a ocorrência de novos desvios. Tal abertura pode,

---

<sup>50</sup> AYRES, Ian. BRAITHWAITE, John. *Responsive regulation: transcending the deregulation debate*, New York: Oxford University Press, 1992, pp. 21-27.

inclusive, incentivar tais agentes a, diante da identificação de uma potencial falha no cumprimento dos normativos, espontaneamente levar ao conhecimento do ente regulador e promover a sua imediata correção, dispensando, portanto, o *enforcement* sobre o cumprimento da regra.

Ainda assim, como dito, não se ignora que os destinatários da resposta regulatória são agentes econômicos que atuam com vistas a maximizar ganhos financeiros e reputacionais. Daí que o acordo não pode ser percebido pelos regulados como uma alternativa mais vantajosa do que o cumprimento espontâneo da norma, o que dependerá, em larga medida, dos termos em que negociada a solução consensual.

No caso das agências reguladoras às quais o legislador expressamente reconheceu a prerrogativa de celebrar acordo substitutivo, é comum que a própria norma de regência indique obrigações mínimas que deverão estar contempladas no compromisso assumido pelo regulado, resguardada certa margem de discricionariedade ao regulador para negociar as condições dessas obrigações. É o que se verifica, por exemplo, no caso do CADE,<sup>51</sup> da ANS,<sup>52</sup> da ANTT<sup>53</sup> e, como se examinará adiante, da CVM.

Tais obrigações envolvem a reparação de eventuais danos causados pela prática ilícita, a cessação e correção imediata da irregularidade nos casos de conduta que se protraí no tempo e a adoção de medidas destinadas à prevenção de novas infrações. Do mesmo modo que a dosimetria da penalidade pode contribuir para a finalidade preventiva (geral e específica) da sanção administrativa, a negociação de tais obrigações é capaz de influenciar o potencial dissuasório do termo de compromisso.

A obrigação de ressarcir prejuízos causados a terceiros lesados pela prática ilícita é exemplo de compromisso apto a eliminar eventuais incentivos econômicos que o agente possa ter para descumprir o comando normativo. Essa espécie de obrigação aloca ao infrator os custos indiretamente suportados por terceiros em decorrência da prática ilícita, além de vir comumente acompanhada de outras obrigações impostas pelo regulador.

Além de desincentivar a prática ilícita, o ressarcimento de terceiros lesados permite ao órgão regulador alcançar pela via consensual resultados que, muitas vezes, não seriam factíveis por meio da imposição de sanção administrativa. Em regra, esses terceiros são obrigados a ingressar com ação judicial ou procedimento arbitral para exercer a sua pretensão indenizatória, devendo suportar, para tanto, todas as despesas decorrentes desse procedimento, sob o risco de não ter a sua pretensão satisfeita. Cuida-se de resultado relevante

---

<sup>51</sup> Cf. art. 85 e seguintes da Lei n. 12.529, de 2011.

<sup>52</sup> Cf. art. 29 da Lei n. 9.656, de 1998.

<sup>53</sup> Cf. art. 11 da Resolução n. 5.823, de 2018.

não somente para assegurar os interesses desses sujeitos, como também para preservar a confiabilidade do mercado ou setor regulado.

Há casos, contudo, em que a prática ilícita não resulta em prejuízo passível de ser individualizado e ressarcido pessoalmente pelo infrator. Isso não significa que não tenham ocorrido danos difusos aos participantes do mercado em decorrência do ilícito. Assim reconhece a Procuradoria Federal Especializada – PFE da CVM e a própria norma de regência do CADE, que prevê, inclusive, a constituição de “Fundo de Defesa de Direitos Difusos” para o qual devem ser destinados contribuições arrecadadas nos compromissos de cessação de conduta celebrados pelo Conselho.<sup>54</sup>

Nessas circunstâncias, comumente se negocia como contrapartida à celebração do acordo a assunção de obrigação pecuniária pelo regulado. Aplicam-se aqui as considerações anteriormente expostas a respeito da relevância de fixar o montante da obrigação buscando afastar os incentivos econômicos que o comprometente ou os demais agentes de mercado possam ter para descumprir a legislação.

De igual modo, a exigência da adoção de medidas corretivas e o acompanhamento de sua execução junto ao comprometente faculta à autoridade reguladora a oportunidade de readequar integralmente a conduta do regulado às normas que disciplinam aquele mercado ou setor. O regulador pode, então, prescindir, ou ao menos postergar, novas ações de supervisão que se destinem justamente a verificar se o referido agente se ajustou às diretrizes regulatórias, direcionando recursos humanos e financeiros, comumente escassos, a outras frentes de fiscalização.

Finalmente, somados aos incentivos advindos das obrigações assumidas pelo regulado, a celebração de acordo substitutivo pode produzir efeito prático importante: conferir certeza sobre o cumprimento das obrigações assumidas pelo regulado, vez que a sua inobservância importa a retomada do processo administrativo inicialmente suspenso,<sup>55</sup> ao contrário da sanção administrativa que pode enfrentar certa resistência do regulado.

Além de comprometer a eficácia da resposta regulatória, cuja execução poderá ser obstada, a judicialização das decisões administrativas condenatórias pode enfraquecer a autoridade do regulador perante os regulados, que passarão a considerar sempre a possibilidade de discutir judicialmente as decisões.<sup>56</sup>

---

<sup>54</sup> Cf. Art. 85, §1º, III, e §2º da Lei n. 12.529, de 2011.

<sup>55</sup> V. SUNDFELD, Carlos Ari, CÂMARA, Jacintho Arruda. “Acordos substitutivos nas sanções regulatórias”. *Revista de Direito Público da Economia – RDPE*, Belo Horizonte, ano 9, n. 34, pp. 133-151, abr./jun. 2011.

<sup>56</sup> V. PALMA, Juliana Bonacorsi de. *Sanção e acordo na Administração Pública*. São Paulo: Malheiros, 2015, p. 128.

Diante do exposto, conclui-se que, alternativamente à sanção administrativa, o acordo substitutivo de processo sancionador é meio de o órgão regulador conformar a conduta dos agentes regulados aos objetivos refletidos na normatização, em razão do que privilegia a via consensual com vistas a obter do regulado a assunção de compromissos destinados à reparação dos danos decorrentes da conduta faltosa, cessação e correção da irregularidade e, até mesmo, a adoção de medidas para prevenir novas ocorrências. Adicionalmente, associam-se ao acordo substitutivos outros efeitos: economia de tempo e de custos, freio à judicialização da decisão administrativa e aproximação entre regulador e regulado.

## A SANÇÃO ADMINISTRATIVA E O TERMO DE COMPROMISSO NO CONTEXTO REGULATÓRIO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Como exposto logo na introdução deste artigo, a atividade de *enforcement* é especialmente relevante para resguardar o equilíbrio e a confiabilidade do mercado de valores mobiliários. Não por outra razão a IOSCO elenca, entre os princípios que devem orientar a atividade regulatória nesse mercado, a previsão de que o ente regulador conte com amplos poderes de *enforcement*.<sup>57</sup>

Assim, em estudo dedicado a identificar práticas, adotadas por reguladores-membro, que podem contribuir para prevenir desvios de conduta no mercado de capitais, a IOSCO destacou que uma estratégia de dissuasão confiável é aquela capaz de modificar comportamentos, de modo a que um agente racional que intencionasse cometer um ilícito deixasse de assim agir por avaliar que as consequências deletérias de ser investigado e punido sobrepujam-se aos benefícios do descumprimento.<sup>58</sup>

A perspectiva instrumental do exercício da competência sancionadora e a lógica de incentivos examinadas anteriormente também sobressaem das práticas destacadas pela IOSCO.

---

<sup>57</sup> Item 10, “Principles for the Enforcement of Securities Regulation”. (IOSCO. *Resolution on IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation and Methodology for Assessing Implementation of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation (Resolution 2/2017)*. Maio, 2017. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/resolutions/pdf/IOSCORES63.pdf>. Acesso em: 13.9.2024, p. 6).

<sup>58</sup> IOSCO. *Credible deterrence in the enforcement of securities regulation*. Junho, 2015 (Revisado em outubro, 2023). Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOCPD758.pdf>. Acesso em 13.9.2024, p. 6).

Nesse sentido, afirma-se que o regulador deve buscar adotar respostas que melhor sirvam à proteção do investidor e consecução do interesse público. Em linhas gerais, tais medidas devem sinalizar ao mercado que agentes infratores não se beneficiarão de sua conduta ilícita, como também reforçar a autoridade do regulador, demonstrando que esse está disposto a aplicar sanções severas àqueles que resistem ao cumprimento das regras<sup>59</sup> e, o quanto possível, assegurar que o infrator recomponha os prejuízos suportados pelos investidores lesados.<sup>60</sup> Ao mesmo tempo, reconhece-se que a cooperação do regulado será privilegiada na resposta regulatória.<sup>61</sup>

Tais práticas estão, em grande medida, refletidas na regulação do mercado de valores mobiliários brasileiro.

A Lei 6.385/76 e a normatização editada pela CVM asseguram todo o aparato necessário a que as sanções sejam impostas pela autarquia de modo a eliminar qualquer vantagem econômica advinda do descumprimento do comando normativo. Nessa direção, a autarquia está autorizada a impor penalidade de multa pecuniária, que pode ser fixada, observados os princípios da proporcionalidade e da razoabilidade, com base no valor da emissão ou da operação irregular, na vantagem econômica obtida ou na perda evitada pelo agente ou, ainda, no prejuízo causado aos investidores em decorrência do ilícito.<sup>62</sup>

Assim, o agente que viola as normas que regulam o mercado de valores mobiliários pode ser sancionado ao pagamento de multa pecuniária equivalente a até três vezes o montante da vantagem obtida ou o dobro da operação irregular ou do prejuízo causado aos investidores. Nos casos que justifiquem a adoção desses parâmetros, a dosimetria deve considerar, então, o montante suficiente para afastar qualquer incentivo econômico a que o infrator, ou os demais participantes de mercado, venham a descumprir as normas que cumpre à autarquia fiscalizar.

De outra parte, nos casos em que entender que a conduta do infrator representa risco tal à higidez do mercado regulado que impõe o seu afastamento temporário, a CVM está autorizada a suspender o registro ou a autorização de determinado participante do mercado ou, ainda, impedir investidor de realizar, diretamente ou indiretamente, uma ou mais modalidades de operação no mercado de capitais.<sup>63</sup>

Tanto na hipótese em que a CVM restringe temporariamente a atuação de determinado participante no âmbito do mercado de valores mobiliários

---

<sup>59</sup> *Ibid.*, p. 46.

<sup>60</sup> *Ibid.*, p. 48.

<sup>61</sup> *Ibid.*, p. 50.

<sup>62</sup> Cf. Art. 11, §1º, da Lei 6.385.76.

<sup>63</sup> Cf. Art. 11, incisos V e VIII, da Lei 6.385/76.

quanto na circunstância em que impõe multa pecuniária a penalidade representa um incremento dos ônus, traduzidos economicamente em custos, a serem suportados por esse agente quando da decisão de praticar (ou não) determinado ato ilícito. Retira-se, portanto, o incentivo econômico ao descumprimento dos comandos normativos.

Além disso, é certo que, no contexto do mercado de valores mobiliários, a condenação de determinado agente em processo administrativo sancionador instaurado pela CVM é circunstância relevante capaz de influenciar a sua reputação profissional. Apenas a título de exemplo, convém destacar que a própria normatização da autarquia impõe à companhia aberta que divulgue ao mercado eventuais condenações de seus administradores e conselheiros fiscais em processos administrativos.<sup>64</sup> Também estão obrigados a divulgar tais informações as pessoas físicas e jurídicas autorizadas a exercer a atividade de administração de carteira de valores mobiliários.<sup>65</sup>

Assim, tanto as normas que orientam a dosimetria das penalidades impostas pela CVM quanto o impacto de eventuais condenações administrativas sobre a reputação de determinado participante de mercado contribuem para o efeito dissuasório da sanção administrativa. Não se pode afirmar o mesmo da capacidade da autarquia de executar as penalidades impostas.

Segundo os indicadores institucionais de desempenho divulgados pela CVM, há uma baixíssima efetividade na execução das sanções administrativas de multa aplicadas pela autarquia, que, para o ano de 2021,<sup>66</sup> alcançaram somente 0,09% do crédito total em favor da CVM decorrente de processos administrativos sancionadores. As razões para tanto são diversas: longo período transcorrido até o desfecho do processo administrativo sancionador e a imposição da sanção, possibilidade de submissão da decisão administrativa ao Poder Judiciário, ausência de previsão legal para a adoção de medidas cautelares destinadas a garantir a efetividade do processo sancionador e adoção, pelos sancionados, de manobras para a ocultação de patrimônio.<sup>67</sup>

---

<sup>64</sup> Cf. Art. 25, §1º, inciso XII, alínea “b”, e §4º, inciso VIII, alínea “b”, da Resolução CVM n. 80, de 2022.

<sup>65</sup> Cf. Item 5.3. do Anexo D e Itens 11.4. e 11.5. do Anexo E da Resolução CVM n. 21, de 2021.

<sup>66</sup> Último exercício social divulgado da série histórica de dados da CVM sobre o tema.

<sup>67</sup> Cf. Caderno de Indicadores Institucionais de Desempenho referente ao exercício de 2023 (item 14 – “efetividade no recebimento de multas aplicadas”). Segundo os esclarecimentos apresentados pela Procuradoria Federal Especializada junto à CVM – PFE, em novembro de 2020, a autarquia possuía 581 créditos ativos decorrentes da aplicação de multa em sua atividade sancionadora, os quais correspondiam a uma dívida de, aproximadamente, R\$ 1 bilhão. Ao explicitar os fatores que contribuem para o baixo êxito da CVM na execução das multas aplicadas, a PFE destaca o seguinte: “Um aspecto

Soma-se a isso o fato de a autarquia vivenciar um quadro de escassez de recursos humanos e financeiros para o exercício de sua função reguladora, o que repercute igualmente em sua capacidade de dedicar esforços para a execução das penalidades impostas. Não se cuida de circunstância exclusiva da CVM, vez que a limitação de recursos parece ser a realidade de diversos órgãos reguladores. No entanto, diante de um mercado cada vez maior, em número de participantes e em volume de recursos em circulação, mais complexo e intensivo em tecnologia,<sup>68</sup> a insuficiência do aparato regulador é especialmente relevante.

Diante desse cenário, a opção pela celebração do termo de compromisso se apresenta como meio alternativo de ação que possibilita economia de tempo e recursos no exercício da competência sancionadora da CVM, os quais podem, então, ser redirecionados para outras atividades da autarquia.

Ademais, se negociadas as condições do compromisso tendo em vista as circunstâncias específicas de cada caso concreto, a via consensual tem o potencial para alcançar resultados inatingíveis por meio da imposição de sanção, como, por exemplo, o ressarcimento de prejuízos causados a investidores lesados ou a correção de condutas ilícitas e danosas ao mercado de valores

---

que merece ser considerado é que o processo administrativo sancionador da CVM geralmente aborda fatos e condutas complexas, que demandam elevado nível de instrução e análise, o que naturalmente exige mais tempo para seu desfecho. Além disso, no caso das multas aplicadas pela CVM, há previsão de recurso para o [CRSFN] com efeito suspensivo, o que posterga ainda mais a possibilidade de afetação patrimonial dos infratores. (...) ao final do processo sancionador, as decisões administrativas em último grau poderão ser submetidas ao controle do Poder Judiciário ainda em primeira instância, o que pode inviabilizar a cobrança da multa em caso de decisão cautelar e/ou definitiva desfavorável à CVM após significativo decurso de tempo em relação aos ilícitos praticados e possíveis ganhos indevidos decorrentes. Outro ponto que merece destaque é a ausência de previsão legal para a adoção de medidas cautelares destinadas a garantir a efetividade do processo sancionador (...). Não se pode olvidar ainda que o *enforcement* da CVM é voltado para condutas geralmente praticadas por pessoas naturais. Nesse caso, a experiência demonstra que manobras de ocultação patrimonial são relativamente mais simples, diversamente do que ocorre com pessoas jurídicas reguladas (...)” (Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/aceso-a-informacao-cvm/aco-es-programas/indicadores-de-desempenho-institucional>, Acesso em 13.10.2023).

<sup>68</sup> Nesse sentido, no “Caderno de Planejamento Estratégico – Construindo a CVM de 2027”, divulgado em 2023, destaca-se justamente que “[o] mercado de capitais brasileiro vem passando por transformações rápidas. Os sinais são evidentes: o número de investidores pessoa física aumentou consideravelmente nos últimos anos, tendo atingido 5 milhões em 2022, segundo a B3. O volume de emissões também mostrou evidente crescimento nos últimos anos, passando de cerca de 200 bilhões em 2017 para cerca de 540 bilhões em 2022, segundo dados da ANBIMA. E esses são apenas dois de inúmeros exemplos da expansão quantitativa e qualitativa do mercado nos últimos anos”. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/aceso-a-informacao-cvm/aco-es-programas/plano-estrategico>. Acesso em: 11.12.2023.

mobiliários.<sup>69</sup> A modulação das obrigações ajustadas, se adequada, também pode contribuir para dissuadir os agentes de mercado da prática de novos ilícitos, tal qual se espera da sanção administrativa, além de favorecer uma postura mais colaborativa entre regulador e regulado.

Ainda assim, deve-se ponderar a todo o tempo que o propósito primordial da competência sancionadora atribuída à CVM é conformar a conduta dos participantes de mercado aos objetivos e diretrizes desse ente regulador. Desse modo, embora a celebração de termo de compromisso se apresente, a princípio, como escolha regulatória eficiente, especialmente em vista das limitações institucionais da autarquia, é fundamental que o regulador constantemente avalie, em cada caso concreto, se a via consensual é capaz de atender satisfatoriamente a essa finalidade.

Embora, como visto, se tenha consolidado a ideia de que a autoridade administrativa pode ser igualmente reforçada por meios de ação consensuais, que aproximem regulador e regulado, há circunstâncias que podem recomendar a reafirmação do aparato fiscalizatório e sancionador desse ente, inclusive de sorte a afastar eventuais alegações de captura regulatória.

Como destacado tanto na teoria da regulação quanto nas práticas divulgadas pela IOSCO, a percepção do mercado sobre a disposição do regulador de adotar respostas regulatórias mais severas é fator fundamental para assegurar a sua imagem de invencibilidade perante os regulados e, com isso, estimular o cumprimento espontâneo das regras. Tal racional foi traduzido por (AYRES e BRAITHWAITE, 1992) a partir da imagem de reguladores que podem dialogar calmamente, uma vez que carregam grandes armas.<sup>70</sup>

É possível, ainda, que, em certos casos, esteja-se diante de regulados cujo principal fator orientador de sua conduta não é o benefício econômico dela extraído, mas o impacto na sua reputação perante os demais participantes de mercado e a sociedade em geral. Nesses casos, mesmo o incremento no valor das obrigações pecuniárias assumidas para a celebração de termo de

---

<sup>69</sup> A título ilustrativo, faz-se referência aos termos de compromisso firmados no âmbito dos Processos CVM n. 19957.009178/2016-11 (j. 26.9.2017 e 7.11.2017), n. 19957.000701/2018-13 (j. 24.7.2018), n. 19957.003637/2020-39 (j. 18.1.2022), n. 19957.005450/2021-51 (j. 21.6.2022) e n. 19957.008706/2018-86 (j. 7.2.2023). Em todos esses processos, em atenção ao disposto no art. 11, §5º, inciso II, da Lei 6.385, a CVM condicionou a aprovação do termo de compromisso ao ressarcimento dos prejuízos supostamente originados pela conduta ilícita dos investigados e, em determinadas circunstâncias, opinou especificamente sobre as condições da obrigação de indenizar assumida pelo compromitente perante os investidores prejudicados e sobre o procedimento de ressarcimento a ser observado.

<sup>70</sup> No original, “The benign big guns were agencies that spoke softly while carrying very big sticks” (AYRES, Ian. BRAITHWAITE, John. *Responsive regulation: transcending the deregulation debate*, New York: Oxford University Press, 1992, p. 40).

compromisso pode não ser suficiente para dissuadir novas infrações, mas o potencial impacto reputacional decorrente da imposição de sanção administrativa é mais propenso a alcançar tal resultado.

Finalmente, é possível que em certas situações a manifestação do Colegiado da autarquia sobre determinada controvérsia jurídica em sede de julgamento seja fundamental para a orientação do mercado de valores mobiliários. E, nos casos encerrados mediante a celebração de termo de compromisso, nem o Comitê de Termo de Compromisso – CTC, responsável por emitir parecer sobre a conveniência e a oportunidade da celebração do ajuste, nem o Colegiado se debruçam sobre os argumentos de acusação e defesa para avaliar o mérito de cada tese.

## CONCLUSÃO

Como exposto ao longo deste artigo, a sanção administrativa e o termo de compromisso, modalidade de acordo substitutivo de processo sancionador, são meios de ação empregados pela CVM, no exercício de sua competência sancionadora, com vistas a conformar a conduta dos agentes regulados aos objetivos e diretrizes da regulação do mercado de valores mobiliários. Como instrumentos regulatórios, a sua escolha como meio de ação da autoridade reguladora deve considerar a capacidade de cada instrumento alcançar satisfatoriamente a finalidade pretendida, motivo pelo qual foram examinadas as vocações e os efeitos potenciais de ambos.

Especificamente no contexto do mercado de valores mobiliários e à luz das características institucionais da CVM, verificou-se que o efeito dissuasório da sanção administrativa é potencializado pelas normas que orientam a dosimetria das penalidades, as quais asseguram todo o aparato necessário a que as sanções sejam impostas pela autarquia de modo a eliminar qualquer vantagem econômica advinda do descumprimento do comando normativo. O impacto de eventuais condenações administrativas sobre a reputação de determinado participante de mercado também contribui para a prevenção de novas infrações, seja pelo próprio sancionado, seja pelos demais participantes.

No entanto, a capacidade de a autarquia executar as penalidades impostas em sede de julgamento é muito baixa, o que pode comprometer o potencial dissuasório da via sancionadora, vez que a imposição de penalidade cujo cumprimento não se consegue exigir do sancionado enfraquece a autoridade do regulador.

Nesse cenário, a opção pela celebração do termo de compromisso se apresenta como meio de ação alternativo que possibilita economia de tempo e recursos no exercício da competência sancionadora da CVM. Soma-se a isso,

como se viu, os potenciais resultados que se pode alcançar por meio da negociação da assunção de compromisso pelo regulado – não disponível pela via sancionadora –, como, por exemplo, o ressarcimento de prejuízos causados a investidores lesados ou a correção de condutas ilícitas e danosas ao mercado de valores mobiliários.

Em qualquer circunstância, é certo que a seleção do instrumento regulatório a ser adotado em cada caso – ou, até mesmo, em cada momento da atividade regulatória – deve ser reflexo de uma análise ponderada dos meios de ação disponíveis, dos seus efeitos e das limitações institucionais do regulador. Jamais pode ser, portanto, uma escolha meramente intuitiva ou aleatória.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ARAGÃO, Alexandre Santos de. “Ensaio de uma visão autopoietica do direito administrativo”. In: LEAL, Fernando. MENDONÇA, José Vicente Santos de (org.). **Transformações do direito administrativo: consequentialismo e estratégias regulatórias**. Rio de Janeiro: Escola de Direito do Rio de Janeiro da FGV, 2016.

\_\_\_\_\_. **Agências reguladoras: e a evolução do direito administrativo econômico**. Rio de Janeiro: Forense, 2002.

AYRES, Ian. BRAITHWAITE, John. **Responsive regulation: transcending the deregulation debate**, New York: Oxford University Press, 1992.

BALDWIN, Robert. BLACK, Julia. **Really Responsive Regulation**. London: LSE Law, Society and Economy Working Papers, 2007.

BANDEIRA DE MELLO, Celso Antônio. **Curso de Direito Administrativo**, 32ª ed. São Paulo: Malheiros Editores, 2015.

BECKER, Gary S. “Crime and punishment: an economic approach”. In: BECKER, Gary S.; LANDES, William M. **Essays in the economic of crime and punishment**. Chicago: Chicago University, 1974.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Caderno de Indicadores Institucionais de Desempenho**. Dez. 2023. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/aceso-a-informacao-cvm/acoes-e-programas/indicadores-de-desempenho-institucional>. Acesso em: 13.10.2023.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Caderno de Planejamento Estratégico – Construindo a CVM de 2027**. Versão 2013. Disponível

em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/aceso-a-informacao-cvm/acoes-e-programas/plano-estrategico>. Acesso em: 11.12.2023.

FERREIRA, Daniel. **Sanções administrativas**. São Paulo: Malheiros, 2001.

GUERRA, Sergio. **Agências reguladoras: da organização administrativa piramidal à governança em rede**. 2. ed. Belo Horizonte: Fórum, 2021.

GUNNINGHAM, Neil. GRABOSKY, Peter. SINCLAIR, Darren. **Smart Regulation: Designing Environmental Policy**. Oxford: Clarendon Press, 1998.

HAMPTON, Philip. **Reducing administrative burdens: effective inspection and enforcement**. HM Treasury, 2005.

IOSCO. **Resolution on IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation and Methodology for Assessing Implementation of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation (Resolution 2/2017)**. Maio, 2017. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/resolutions/pdf/IOSCORES63.pdf>. Acesso em: 13.9.2024.

\_\_\_\_\_. **Credible deterrence in the enforcement of securities regulation**. Junho, 2015 (Revisado em outubro, 2023). Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD758.pdf>. Acesso em 13.9.2024.

LASHERAS, Miguel Ángel. **La Regulación económica de los servicios públicos**. Barcelona: Ariel, 1999.

MACROY, Richard B. **Regulatory Justice: making sanctions effective**. HM-Treasury, 2006.

MARQUES NETO, Floriano de Azevedo. CYMBALISTA, Tatiana Matiello. “Os Acordos Substitutivos do Procedimento Sancionatório e da Sanção”. **Revista Eletrônica de Direito Administrativo Econômico**, Salvador, Instituto Brasileiro de Direito Público, n°. 27, agosto/setembro/outubro, 2011. Disponível em: <http://www.direitodoestado.com/revista/REDAE-27-AGOSTO-2011-FLORIANO-AZEVEDO-TATIANA-MATIELLO.pdf>. Acesso em: 3.11.2023.

\_\_\_\_\_. “Aspectos jurídicos do exercício do poder de sanção por órgão regulador do setor de energia elétrica”. In: **RDA 221**. Rio de Janeiro: Renovar, 2000.

- MELLO, Rafael Munhoz de. “Sanção administrativa e o princípio da culpabilidade”. **Revista de Direito Administrativo e Constitucional**, ano 5, n. 22, p. 25-57, out./dez. 2005.
- MOREIRA, Vital. **Auto-regulação profissional e administração pública**. Coimbra: Almedina, 1997.
- MOREIRA NETO, Diogo de Figueiredo. **Quatro Paradigmas do Direito Administrativo Pós-Moderno**. Belo Horizonte: Editora Fórum, 2008.
- \_\_\_\_\_. **Mutações do Direito Público**. Rio de Janeiro: Renovar, 2006.
- OLIVEIRA, José Roberto Pimenta, GROTTI, Dinorá Adelaide Musetti. “Direito administrativo sancionador regulatório no Brasil: breve panorama e seus desafios”. In: VORONOFF, Alice; DE PALMA, Juliana Bonacorsi; TOLEDO, Renato. **Coleção de direito administrativo sancionador: volume 3: direito administrativo sancionador regulatório**. Rio de Janeiro: CEEF, 2022.
- OLIVEIRA, Regis Fernandes de Oliveira. **Infrações e sanções administrativas**. 2ª ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2005.
- PALMA, Juliana Bonacorsi de. **Sanção e acordo na Administração Pública**. São Paulo: Malheiros, 2015.
- RIBEIRO, Leonardo Coelho. **O direito administrativo como caixa de ferramentas: uma nova abordagem da ação pública**. São Paulo: Malheiros, 2016.
- SPARROW, Malcolm K. *The Regulatory Craft: controlling risks, solving problems, and managing compliance*. Washington: The Brookings Institution, 2003.
- SUNDFELD, Carlos Ari, CÂMARA, Jacintho Arruda. “Acordos substitutivos nas sanções regulatórias”. **Revista de Direito Público da Economia – RDPE**, Belo Horizonte, ano 9, n. 34, pp. 133-151, abr./jun. 2011.
- VITTA, Heraldo Garcia. **A sanção no direito administrativo**. São Paulo: Malheiros, 2003.
- VORONOFF, Alice. **Direito administrativo sancionador no Brasil**. Belo Horizonte: Fórum, 2018.
- \_\_\_\_\_. “Direito Administrativo Sancionador: um olhar pragmático a partir das contribuições da análise econômica do direito”. In: VORONOFF, Alice; DE PALMA, Juliana Bonacorsi; TOLEDO, Renato. **Coleção de direito**

**administrativo sancionador: volume 3: direito administrativo sancionador regulatório.** Rio de Janeiro: CEEF, 2022.

**Journal of Law and Regulation  
Revista de Direito Setorial e Regulatório**

**Contact:**

Universidade de Brasília - Faculdade de Direito - Núcleo de Direito Setorial e Regulatório  
Campus Universitário de Brasília  
Brasília, DF, CEP 70919-970  
Caixa Postal 04413

**Phone:** +55(61)3107-2683/2688

**E-mail:** [nds@unb.br](mailto:nds@unb.br)

Submissions are welcome at: <https://periodicos.unb.br/index.php/RDSR>