

# CAPÍTULO 1

## Aspectos gerais do enforcement em matéria de proteção do investidor

---

Mayte de Miguel Ruiz

*Subdiretora do Serviço Contencioso e do Regime Sancionador. CNMV. Espanha*

José Alexandre Cavalcanti Vasco

*Superintendente de Proteção e Orientação aos Investidores. CVM. Brasil*

1. ESTRUTURA DO ENFORCEMENT EM MATÉRIA DE PROTEÇÃO DO INVESTIDOR
  - 1.1. Introdução
  - 1.2. As estruturas de enforcement no âmbito ibero-americano
2. INSTRUMENTOS DE ENFORCEMENT
  - 2.1. Introdução à proteção do investidor. Razões que aconselham o endurecimento da norma
  - 2.2. Procedimento sancionador
    - Introdução
    - Formas de iniciação. Denúncias anônimas
    - Princípios e garantias
  - 2.3. Competência sancionadora dos autorreguladores nesta matéria
  - 2.4. Outras formas de garantir a proteção do investidor e o cumprimento normativo nesta matéria. Acordos
  - 2.5. Confidencialidade durante o processo de investigação e sancionador. Interessados no referido processo
  - 2.6. Meios de prova
3. SANÇÕES
  - 3.1. Tipos de infrações. Elementos distintivos dos tipos
  - 3.2. Sanções. Tipos
  - 3.3. Independência do Supervisor. Destino e cobranças das sanções de multa
  - 3.4. Proporcionalidade das sanções impostas
  - 3.5. Tipos penais relacionados com a proteção do investidor



## 1. ESTRUTURA DE ENFORCEMENT EN MATÉRIA DE PROTEÇÃO DO INVESTIDOR

### 1.1. Introdução

Perante os escândalos e crises que têm afetado aos países nos últimos anos, a efetividade do enforcement e da regulação nos mercados de capitais tem sido questionada em diversos âmbitos e, como consequência, surgiu um grande debate e reflexão sobre o papel tradicional dos órgãos reguladores do sistema financeiro. Nos países onde a revisão desse papel já estava sendo considerada ou implementada gradualmente, os referidos processos sofreram mudanças e correções de direção. Assim, em algumas jurisdições onde estavam sendo experimentados meios alternativos com o objetivo de destinar de forma mais eficiente ou efetiva os recursos, geralmente limitados, das agências reguladoras, renovou-se a percepção sobre a necessidade de contar com uma capacidade de resposta acreditável perante fraudes e outras condutas ilícitas. Em apenas alguns poucos anos, as políticas estabelecidas em alguns países que percebiam o enforcement como um elemento importante, porém de menor dimensão comparando a outros meios a sua disposição<sup>1</sup>, se reformularam. Este processo de aprendizagem, ocorrido em escala global e apoiado em diversos organismos e fóruns internacionais, conduziu a uma nova apreciação do enforcement, paralelamente a outras estratégias a disposição dos reguladores, revalorizando seu papel crucial para dissuadir a prática de delitos e abusos como parte essencial de políticas públicas que tenham o efeito de produzir nos participantes dos mercados regulados a apreciação do risco tangível de ser responsabilizado e, por tanto, sofrer consequências relevantes, inclusive no âmbito penal<sup>2</sup>.

O enforcement sempre tem sido percebido como uma variável absolutamente indispensável para o êxito da regulação e, como parte integrante do próprio processo regulatório. Neste sentido, Robert Baldwin e Martin Cave<sup>3</sup> situam este processo em

---

1. No Informe da FSA (Financial Services Authority) de 2007 se mencionava: "A aplicação é uma parte de qualquer instrumento regulador. Neste caso, se trata de uma parte relativamente pequena, porém importante, da nossa estratégia e enfoque regulamentário global. Nos últimos anos fizemos grandes esforços para melhorar a eficiência e a equidade do processo de execução. Estamos comprometidos em levar adiante os casos apropriados e demonstrar através destes que nosso enfoque é proporcionado, raciocinado e justificado legalmente". Informe FSA. Regulação baseada em princípios. Focar nos resultados importantes – 2007.

2. O plano da FSA para 2009/2010 (FSA Business Plan 2009/2010), expressamente dizia: "Estamos comprometidos em fazer mudanças reais no comportamento para evitar os abusos nos mercados. Vamos continuar com as duras medidas coercitivas como parte do nosso programa de dissuasão credível; os infratores enfrentarão um risco real e tangível de ter que prestar contas e podem sofrer consequências significativas. Isto levará ao início de diligências penais, imposição de sanções cíveis e à realização de ordens de busca e apreensão como requerido em 2009/10".

3. Baldwin, Robert; Cave, Martin. *Understand Regulation. Theory, Strategy and Practice*. New York: Oxford University Press, 1999.

três elementos ou etapas, a saber: a promulgação de uma legislação apropriada, a criação de administrações regulatórias e normas, e a implementação dessas normas sobre as pessoas ou instituições a ser influenciadas ou controladas, sendo esta última (o enforcement) vital para o êxito da regulação, assim como as outras duas.

Porém, assim como a produção de normas estatais para ordenamento dos mercados tem sofrido mudanças nos últimos anos, com maior ou menor participação privada (autorregulação), incluindo mudanças filosóficas (um maior detalhe das regras ou sua formulação por princípios, deixando aos regulados a escolha dos meios adequados de implementá-los), também no campo do enforcement se têm dado diferentes visões ao estar intimamente ligadas ao tipo de regulação existente e à estrutura regulatória. E assim, as diferentes estratégias de regulação<sup>4</sup> têm repercutido nas estratégias e estruturas de enforcement.

Embora o enforcement tenha passado por mudanças de enfoque, principalmente com a progressiva admissão de meios alternativos de solução de conflitos em algumas jurisdições, suspendendo ou interrompendo processos administrativos sancionadores ou com uma maior participação dos próprios regulados, normalmente por meio de associações e entidades autorreguladoras, essas inovações nunca chegarão a colocar sua existência em junção. Além disso, no âmbito específico dos mercados de capitais, pelas próprias características de sua maior complexidade e dos riscos envolvidos, a proteção dos investidores menos sofisticados ou de menor capacidade econômica sempre foi percebida como um objetivo inseparável da regulação. Essa preocupação está bem mais justificada perante a repercussão que as práticas ilícitas podem gerar na confiança sobre os mercados e as estruturas criadas para sua supervisão e para punir delitos e outros ilícitos financeiros.

Neste sentido, apesar de que podem existir efeitos negativos na divulgação de casos de fraude e outros ilícitos, as ações de enforcement podem proporcionar um importante contraponto e, também, apoiar a recuperação ou a manutenção da confiança no sistema financeiro e em suas instituições: *“Uma forma que um governo pode afetar a confiança do povo é através de uma rigorosa aplicação das normas existentes. Sabemos que a partir da psicologia os acontecimentos sobressalientes tendem a ponderar na mente das pessoas. Ao passo que os casos individuais de fraude altamente divulgados podem ter um efeito negativo na confiança, e os casos de aplicação altamente divulgados podem ter um efeito positivo. (...) uma maior desconfiança conduz a uma maior*

---

4. Para uma análise pormenorizada referente às mudanças nas estratégias de regulação, a partir de ênfases na regulação, passando pelos processos de desregulação e as mais recentes tendências de fortalecimento da regulação, consultar: Ménard, Claude; Ghertman, Michel. Regulation, Deregulation, Reregulation. Institutional Perspectives. Massachusetts: Edward Elgar Publishing Limited, 2009.

*demanda de intervenção do governo. Entretanto, uma similar relação também existe na série temporal. Logo após cada grande crise aumenta a demanda de intervenção do governo. Por exemplo, depois da crise de 1929, houve uma grande demanda de intervenção. O mesmo ocorreu com os escândalos Enron e WorldCom. E o mesmo ocorre hoje em dia. A falta de intervenção se percebe como indiferença, enquanto que uma pequena intervenção pode gerar a esperança de que o sistema vai melhorar e elevar assim o nível de confiança”<sup>5</sup>.*

A importância do enforcement para a confiança da população e dos investidores nos mercados e suas instituições se apresenta como um elemento de especial relevância para os países onde esses mercados são menos desenvolvidos e grande parte dos investidores possui um menor grau de educação ou sofisticação, no sentido de uma menor capacidade de compreender os potenciais riscos envolvidos nas diferentes operações, produtos e serviços a sua disposição. Segundo apontam alguns estudos<sup>6</sup>, a decisão de investir em ações envolve uma dimensão emocional muito forte, sendo muito mais influente este fator quanto menor for o grau de educação do investidor. Desse modo, uma redução do grau de confiança no mercado pode conduzir a dramáticas reduções no grau de participação da população nos mercados de valores. Evidentemente, essa inferência deve ser tomada com cautela e não pode desconsiderar as características sociais, demográficas, econômicas e inclusive culturais de cada país, porém pode servir como uma alerta para a potencial redução da participação do mercado de capitais na vida nacional diante das crises de confiança da população.

Um exemplo desse episódio foi a crise do mercado de capitais brasileiro de 1971. Depois de um período de crescimento apoiado por medidas de incentivo fiscal ao investimento em ações de empresas, seguiu uma contração do número de investidores que perdurou por décadas até a progressiva reversão da situação a partir de meados dos anos 90, devido também ao apoio de políticas públicas e outros fatores. Em 1976 se estabeleceram os novos marcos legais do mercado de capitais, com a criação do órgão regulador setorial ( Comissão de Valores Mobiliários) e das sociedades por ações. Por sua parte, a produção de respostas governamentais de problemas na sociedade que se percebem como falhas de mercado tem como exemplo paradigmático o mercado norte-americano, onde a legislação introduzida nos anos 30 tinha por objetivo restaurar a confiança do público no mercado de valores<sup>7</sup>.

---

5. Zingales, Luigi, The Future of Securities Regulation (January 29, 2009). Chicago Booth School of Business Research Paper No. 08-27; FEEM Working Paper No. 7.2009. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1319648>.

6. Estudos citados por Zingales, Luigi em The Future of Securities Regulation (January 29, 2009). Chicago Booth School of Business Research Paper No. 08-27; FEEM Working Paper No. 7.2009. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1319648>.

7. Zingales, Luigi. Op. cit.

Esta breve introdução destaca a existência de um enforcement efetivo como condição necessária para alcançar os objetivos pretendidos pela própria regulação do mercado de capitais<sup>8</sup>, conclusão que está avaliada pela Organização Internacional de Comissões de Valores (IOSCO, pelas suas siglas em inglês). Os investidores são particularmente vulneráveis a condutas irregulares dos intermediários e outros participantes do mercado e a capacidade de reação de cada indivíduo isoladamente é claramente limitada, o que deixa um amplo campo para a atuação estatal na repressão de fraudes e outros ilícitos praticados. A insuficiência dos meios a disposição de cada investidor, juntamente com as complexas características das transações nesses mercados, requer que haja uma reação vigorosa dos órgãos responsáveis sempre que não se cumpram as regras estabelecidas (*"quando se produz uma infração da lei, os investidores devem ser protegidos através da aplicação estrita da lei"*<sup>9</sup>).

Não é por razão menor que a IOSCO incluíra em seus princípios para a regulação do mercado de valores uma categoria específica para o enforcement, dentre as nove existentes, desenvolvidas em três princípios:

*"Princípio 10. O regulador terá amplos poderes de inspeção, investigação e vigilância.*

*Princípio 11. O regulador deve contar com poderes gerais de aplicação.*

*Princípio 12. O sistema regulatório deve assegurar um uso eficaz e acreditável das competências de inspeção, investigação, vigilância e execução pela implementação de um programa efetivo de cumprimento"*<sup>10</sup>.

Portanto, a existência de amplos poderes para supervisionar e investigar condutas praticadas nos mercados regulados é uma condição necessária para cumprir os objetivos da regulação. A complexidade dos mercados de investidores requer uma capacidade efetiva de reação, inclusive de enforcement perante condutas irregulares, seja pelo próprio regulador ou por outra autoridade governamental, sem que esse poder reduza ou impeça a atuação dos próprios prejudicados em defesa de seus direitos e interesses. Por isso, a capacidade para exigir informações, investigar, aplicar sanções ou outras medidas, assinar acordos e adotar providências que possam levar

---

**8.** A regulação dos mercados de valores ("regulamentação de valores") tem como objetivos, segundo IOSCO: proteger os investidores; assegurar que os mercados sejam eficientes, transparentes e justos; e reduzir o risco sistêmico. Esses objetivos não são estancados nem independentes, mas estão relacionados entre si. Especificamente, quanto ao papel do enforcement, o documento "Objetivos e princípios para a regulamentação de valores" editado por IOSCO reconhece o essencial de sua efetividade para que os objetivos possam ser alcançados: "Além disso, questões como a vigilância minuciosa e programas de cumprimento, a aplicação efetiva e uma estreita cooperação com outros reguladores são necessárias para dar efeito aos três objetivos".

**9.** IOSCO. Objetivos e princípios para a regulação de valores  
<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD323.pdf>

**10.** IOSCO. Objetivos e princípios para a regulação de valores. Junho 2010. Vid em <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD323.pdf>

à responsabilidade penal quando se detectam indícios de delitos financeiros, fazem parte do conjunto de poderes minimamente recomendados para qualquer comissão ou superintendência de valores.

Pode ocorrer que referidos poderes não necessariamente estejam concentrados em um único regulador, existindo diversos modelos que também podem ser efetivos, não que estejam distribuídos em outras entidades governamentais ou autorreguladoras. O desafio para que se alcance efetividade deriva da necessidade de que estas estruturas disponham de meios que permitam uma efetiva colaboração e intercâmbio de informações entre os órgãos responsáveis.

As crises de 2007-2008 revelou a necessidade de contar com uma estrutura para a supervisão e o enforcement capazes de acompanhar a inovação financeira e tecnológica experimentada nas últimas décadas, e a progressiva interconexão de setores e mercados que desafiam os limites tradicionais de atuação dos órgãos reguladores setoriais (estrutura funcional que se explicará mais adiante). Assim, a existência de canais formais e efetivos de intercâmbio de informações é fundamental, não somente para identificar as falhas e os problemas nos limites de cada participante do mercado (emissor de valores, intermediário ou prestador de serviços), se não também para extrair um juízo realista e, por conseguinte, compreensivo da situação real de determinadas instituições financeiras. A comissão instituída para analisar as causas das crises no mercado norte-americano destacou especificamente este ponto<sup>11</sup>. Além disso, a própria dinâmica das crises também provocou a reformulação de algumas dessas estruturas institucionais, inclusive com a criação de novas agências reguladoras, como ocorreu na UE e no Reino Unido.

Este debate está longe de se esgotar, já que em cada jurisdição, em maior ou menor grau, tem refletido sobre as estruturas necessárias para uma supervisão efetiva e

---

**11.** O Informe da "Financial Crisis Inquiry Commission", publicado em janeiro de 2011, destaca a importância de uma efetiva cooperação entre órgãos reguladores na troca de informações (p. 298): *"Assim a SEC e Fed trabalharam juntos nos testes de estresse de liquidez, com igualdade de acesso aos dados, cada agência tem comentado que durante os meses de crise não estavam de acordo com suas análises e conclusões. Por exemplo, antes da quebra da Lehman em setembro, a Fed comentou ao examinador que a SEC havia negado compartilhar duas opiniões horizontais (inter-empresa) sobre as posições de liquidez dos bancos e as exposições de bens comerciais. A resposta da SEC foi que os documentos estavam em formato "rascunho" e não haviam sido revisados ou finalizados. O conflito se agravou; o pessoal in situ da Fed acreditava que o pessoal in situ da SEC não contava com os conhecimentos prévios ou experiência para avaliar adequadamente os dados. Esta falta de comunicação foi corrigida através de um memorando formal de entendimento (MOU) para regular o troca de informação. Segundo o ex-presidente da SEC, Christopher Cox, "Uma das razões pelo que se precisou o MOU foi por que a Fed se recusou a compartilhar a informação supervisionada pela SEC, sem reparar que os bancos de investimento não obteriam informação se pensavam que se refeririam à SEC para sua execução". O memorando formal de entendimento (MOU) não foi executado até julho, mais de três meses depois do colapso da Bear Stearns".*

para desenvolver uma capacidade de credibilidade de reação no contexto atual.

Assim, em primeiro lugar, o regulador deve ter a sua disposição um amplo leque de opções que permita encontrar a solução mais eficiente e adequada para cada tipo de situação. Em outras palavras, um estilo ou estratégia de enforcement pode variar entre o “*compliance*” e o “*deterrence*”, utilizando as expressões originais da língua inglesa. No primeiro caso, o objetivo estará na obtenção da conformidade ou concordância de uma conduta com os padrões estabelecidos por ordenamento jurídico setorial, sem consequências de natureza sancionadora. No segundo caso, se intenta atingir um grau de dissuasão e desânimo de futuras infrações. Estes dois estilos atraem diversas críticas. Os críticos do *compliance* argumentam que pode ser um indicador de proximidade entre o regulador e o regulado, ou inclusive de falta de recursos disponíveis para o enforcement. Para este grupo, o “*deterrence*” e o enforcement restrito das regras, é o meio efetivo para mudar a cultura corporativa e produzir mudanças de comportamento nos participantes do mercado, reduzindo o risco de infrações futuras. Para o grupo de críticos do *deterrence*, o *compliance* é a forma mais eficiente de usar os recursos limitados de um regulador, permitindo um nível maior de observância das regras para um determinado nível de custos incorridos pela agência reguladora. A partir deste ponto de vista, o enforcement, sendo meramente legalista, pode resultar inflexível, falhar na identificação das melhores alternativas para aperfeiçoar o funcionamento, criar hostilidades e desestimular a cooperação que, ao final, reduziria a própria efetividade do enforcement e aumentaria os custos<sup>12</sup>.

Mesmo que ao longo do tempo possam existir mudanças nas prioridades ou destacar-se em cada estratégia de enforcement é indiscutível que, no âmbito internacional, as jurisdições na prática permitem a coexistência simultânea de diversos possíveis enfoques. Contudo, em uma visão que excede as posições radicais e antagônicas, modernamente o enforcement envolve uma combinação de vários enfoques, alcançando um equilíbrio ou sinergia entre punição e persuasão. Rechaçar a primeira seria ingênuo, mas estar totalmente comprometido com ela pode ser igualmente excessivo. Evidentemente, como toda metodologia que deve ser aplicada em diferentes contextos, a seleção do estilo mais adequado dependerá de vários fatores, incluindo o ambiente social, político e econômico da jurisdição<sup>13</sup>.

Mesmo que cada país encontre o modelo mais adequado para seu mercado, havendo diferenças entre cada jurisdição, não se pode deixar de concluir que, em geral, os re-

---

12. Baldwin, Robert; Cave, Martin. Op. cit. pág. 98.

13. Kagan, R. A. (1989), Editor's Introduction: Understanding Regulatory Enforcement. *Law & Policy*, 11: 89-119.



guladores utilizam os diversos meios disponíveis para atingir seus objetivos, existindo uma proporcionalidade entre a gravidade da infração e a estratégia de enforcement.

O seguinte modelo, proposto por Ian Ayres e John Braithwaite, estrutura essas estratégias numa pirâmide ("pirâmide de estratégias de aplicação")<sup>14</sup>, sendo este enfoque ("regulamento receptivo") razoavelmente exitoso para evidenciar o escalonamento das medidas adequadas, numa escala de progressivo intervencionismo, caso o regulado se mantenha refratário à correção de procedimentos ou à interrupção da situação de infração.



Na base da pirâmide estariam os esforços de enforcement dos próprios regulados (autorregulação), e estes provavelmente estarão atuando na maioria das situações, enquanto não atingem o ápice. E em número muito menor encontra-se o enforcement estatal, que se encarrega dos casos críticos onde, por sua relevância, o regulador já deixaria bem claro a impossibilidade de encontrar soluções alternativas para a punição sem nenhum espaço de discricionariedade. Entre os dois extremos poderão ser adotadas estratégias intermediárias como a proposta de "autorregulação coacionada"<sup>15</sup>. Os próprios autores deste modelo reconhecem que a pirâmide apontada como exemplo é apenas uma dentre as possíveis alternativas existentes. A base da pirâmide, por exemplo, poderia ser um mercado totalmente livre, sem nenhuma re-

**14.** Ayres, Ian; Braithwaite, John. *Responsive Regulation: transcending the deregulation debate*. New York: Oxford University Press, 1992.

**15.** Nesse modelo, as regras são propostas pelas próprias empresas e aprovadas pelo governo, sendo colocado em prática pelo próprio regulado, mesmo com a possibilidade de enforcement governamental. Como exemplo de aplicação desta estratégia de enforcement, que é reconhecidamente incipiente, cita-se o U.S. Mine Safety and Health Act, de 1977, que permite aos operadores submeter para sua aprovação federal, seus próprios planos e regras de atuação como alternativa às normas e padrões governamentais existentes.

gulação nem autorregulação. Em outras palavras, a base da pirâmide (autorregulação) seria seguida por estratégias de persuasão e, logo num grau maior, a denominada "estratégia insistente" (ambas as estratégias de compliance, sendo a primeira mais acomodatória e a segunda mais enfática, com limites estritos de tempo para a adoção de medidas corretivas). Finalmente, no topo, estaria a "regulação de comando", como estratégia de "deterrence"<sup>16</sup>.

Junto à pirâmide de estratégias, também haveria em cada jurisdição uma pirâmide de sanções que se apresenta a seguir.



Em sua base, onde estaria a maior parte das atuações do órgão regulador, se incluem medidas de persuasão para obter a conformidade do participante do mercado às regras de forma voluntária. Num segundo momento, evidenciada a incapacidade dessas ações para persuadir ao regulado, a reação da entidade responsável do enforcement adquiriria algum grau de formalidade, alertando formalmente e solicitando ações corretivas ou de reparação. No exemplo indicado, as medidas seriam progressivamente agravadas até a exclusão da pessoa ou entidade (intermediário) prestadora de serviços ou emissora de valores do próprio mercado.

A possibilidade de escalonar as respostas e a disponibilidade de medidas de consequências mais graves quanto maior seja a seriedade da infração, podem ser também vitais para obter um efeito de dissuasão ou desestímulo a práticas irregulares. A cooperação dos participantes poderia ser maior na proporção da quantidade de opções ao alcance do órgão regulador. Efetivamente, uma agência governamental que disponha de uma única medida pode não conseguir desestimular condutas

---

16. Baldwin, Robert; Cave, Martin. Op. cit. pág. 99.

irregulares, se a sanção for evidentemente desproporcionada frente ao menor potencial ofensivo da falta. Nesse cenário, a punição será de improvável aplicação, percepção que pode eliminar o desincentivo à conduta indesejada.

Foge do objetivo deste estudo detalhar as críticas a este modelo, porém, resulta interessante mencionar, porque proporciona uma alternativa razoável à polarização entre persuasão e punição, ao destacar que o equilíbrio pode e tende a ser alcançado entre esses dois extremos, sempre que as condições o permitam<sup>17</sup>.

O enforcement, como parte integrante de uma estratégia de regulação, não pode ser percebido de forma isolada. Deve-se verificar o cumprimento das regras e que estas sejam mais específicas, precisas e detalhadas. Além disso, se devem identificar as infrações e sanções com um esforço qualitativamente diferente do aplicado em um ordenamento guiado mais por princípios ou que sejam, simplesmente, mais genéricas. Para agregar apenas uma dimensão mais a este ponto, a maior ou menor complexidade de uma regra impõe desafios diferentes.

Assim como as estruturas existentes são os órgãos que as integram, que na execução de seus mandatos com seus poderes e limitações e no âmbito do perímetro de competências legalmente demarcado, implementam na prática o enforcement. Daí que estruturas similares podem desenvolver importantes diferenças de estilo, filosofia e, por conseguinte, efetividade.

Neste ponto, é importante incidir em que diferentes estruturas institucionais podem ser igualmente efetivas, sem que exista uma solução única ou ideal<sup>18</sup>. A seguir serão mencionados os três modelos básicos e principais de estruturas organizacionais de regulação financeira, pelo impacto que ocasionam ou podem ter no enforcement<sup>19</sup>.

O primeiro modelo é o funcional, que separa os órgãos reguladores conforme as diversas funções dos serviços financeiros, como a atividade bancária, de seguros, de valores e futuros, de modo que as atividades similares sejam reguladas pelo mesmo regulador. Neste modelo, cada regulador está especializado no setor sobre sua res-

---

**17.** É evidente que se o ordenamento jurídico não permite que o regulador adote soluções de persuasão, quando identifique o não cumprimento de uma norma, será obrigatória a aplicação de sanções. Além disso, a "regulação sensível" pode ser simplesmente ilegal ou inconstitucional em determinadas jurisdições. Outra crítica que pode ser realizada a este enfoque tem a ver com o fato de que, às vezes, os riscos envolvidos podem ser de tal magnitude que não faz sentido seguir um escalonamento progressivo de respostas, se não ao contrário, pode ser necessário partir diretamente de uma resposta mais dura, a partir da ponta da pirâmide.

**18.** IOSCO. *Objectives and Principles of Securities Regulation*. p. 15.

**19.** Para este breve análisis de estructuras organizativas de regulación financiera, vamos a apoyarnos, en parte, en la nomenclatura utilizada por el Departamento del Tesoro de EE.UU.

ponsabilidade, considerando-se ineficiente ou impraticável quando uma entidade desenvolve experiência em regular vários, ou mesmo todos, os diferentes aspectos do sistema financeiro. De acordo com o Projeto para Estrutura de Regulação Financeira Modernizada da UE<sup>20</sup> *“um enfoque funcional de regulação apresenta varias insuficiências, a mais significativa é de fato, que nenhum regulador possui toda a informação e autoridade necessária para controlar o risco sistêmico, ou a possibilidade de que os eventos relacionados com as instituições financeiras possam provocar um amplo descolamento ou uma série de não cumprimentos que afetam o sistema financeiro de maneira tão significativa que a economia real se veja afetada negativamente. E ainda, a incapacidade de qualquer regulador de atuar de forma coordenada em todo o sistema financeiro faz que os problemas relacionados com a estabilidade do mercado financeiro sejam mais difíceis de abordar. Em segundo lugar, em vista de uma maior convergência de fornecedores de serviços financeiros e seus produtos, surgem conflitos de competência entre e dentro dos reguladores funcionais, o que com frequência dificulta a introdução de novos produtos, a inovação se faz mais lenta, e a migração de serviços e produtos financeiros se faz obrigatória a mercados estrangeiros mais adaptáveis. Os exemplos de recentes disputas entre organismos são: o longo processo que rodeia o desenvolvimento das normas de capital Basilea II da UE, a caracterização de um produto financeiro como garantia do contrato de futuros, e o alcance das vendas de seguros dos bancos. Por último, um sistema funcional também permite a duplicação de certas atividades comuns através dos reguladores. Embora certo grau de especialização possa ser importante para a regulação das instituições financeiras, muitos aspetos da regulação financeira e a regulação da proteção do consumidor têm temas em comuns. Por exemplo, as medidas chave da saúde financeira têm diferentes terminologias em bancos e seguros, em capital e superávit respectivamente, ambas cumprem uma função similar de assegurar a solidez financeira e a capacidade das instituições financeiras para cumprir com suas obrigações. Do mesmo modo, enquanto existem diferenças específicas entre as instituições, o objetivo da maioria das normas de proteção de consumidores é garantir que os mesmos recebam informações adequadas sobre as condições das transações financeiras e que a indústria cumpra com as práticas de vendas apropriadas”*.

Outro modelo adotado mais modernamente é o que defende um único e consolidado órgão regulador do sistema financeiro, com a união das responsabilidades de supervisão de participantes dos mercados bancários, de seguros e de capitais. Esta estrutura foi aplicada em diversos países, como no Reino Unido, Japão, Noruega, Dinamarca e Suécia. Uma das vantagens deste modelo seria a possibilidade de aumentar a eficiência ao combinar as funções comuns de reguladores indivi-

---

**20.** Projeto para Estrutura de Regulação Financeira Modernizada. Departamento do Tesouro da UE. (2008).

duais nessa entidade única, reduzindo deste modo as necessidades de pessoal, e permitiria, ou pelo menos facilitaria, que se adotasse internamente um tratamento consistente de regulação dos diferentes produtos e serviços financeiros, assim como das instituições reguladas. Nesta concepção, esse órgão estaria mais bem posicionado para ter uma visão mais clara e ampla dos riscos do sistema financeiro, ao contrário de uma visão fragmentada que seria mais típica dos reguladores funcionais ou setoriais. Finalmente, se evitariam os problemas que naturalmente surgem quando se dispõe de vários órgãos reguladores atuando no mesmo ambiente, muitas vezes com competências superpostas. Porém, o referido modelo pode resultar em deficiências de supervisão, como se destaca no estudo do Departamento do Tesouro da UE, *“em primeiro lugar, manter todas as funções de regulação relacionadas com a regulação financeira e de consumidores em uma só entidade pode resultar na focalização em diversos graus destas funções chave. As sinergias limitadas em termos de regulação associadas com a proteção financeira e de consumidores podem fazer que o regulador se concentre mais em uma sobre outra. Também pode haver dificuldades na destinação de recursos para estas funções. Em segundo lugar, um enfoque consolidado normativo para a supervisão financeira poderia também conduzir a uma diminuição disciplinar do mercado, já que o mesmo regulador regularia todas as instituições financeiras, tenham ou não uma garantia explícita do governo. Isto parece ser particularmente importante nos Estados Unidos, onde uma série de instituições financeiras tem acesso às garantias governamentais explícitas de vários graus. Em terceiro lugar, a reforma regulatória deve levar em conta o papel do banco central, o enfoque normativo consolidado deve manter certo grau de coordenação com o Banco Central, se o banco central for o responsável final de algum aspecto da estabilidade do mercado. A experiência recente do Reino Unido com Northern Rock põe em destaque a importância desta função no enfoque regulador consolidado. Por último, a escala das operações necessárias para a criação de um regulador único e consolidado nos Estados Unidos poderia fazer que o modelo fosse mais difícil de implementar em comparação com outras jurisdições”*.

O terceiro modelo de estruturas de regulação do sistema financeiro é o que se conhece como “Twin Peaks” adotado, por exemplo, na Austrália e na Holanda. Neste modelo, a responsabilidade da regulação prudencial das instituições financeiras é exercida por uma agência reguladora específica, enquanto que a supervisão de condutas, com o objetivo mais direto de proteção do consumidor, ficaria sobre a direção de outra entidade governamental. Deste modo, se resolve o problema do potencial conflito que pode surgir entre os interesses da proteção do consumidor por um lado, e o da atuação imprudente do outro, tendo este como objetivo proteger a segurança e a solidez das instituições. Como um simples exemplo, a defesa do investidor pode ser obviamente alcançada pela aplicação de sanções e ressarcimentos, neste caso,

se são muito severos, podem realmente afetar ou ameaçar a própria existência da entidade<sup>21</sup>.

Para concluir esta visão geral das estruturas de enforcement e sua recente evolução, vale a pena comentar que recentemente no Reino Unido, onde foi implementada nos anos 2000 uma reforma direcionada a um órgão regulador consolidado<sup>22</sup>, como resultado direto das reflexões produzidas a partir das crises de 2007-2008, foi estabelecido um novo planejamento em relação com a regulação financeira com forte impacto nas estruturas de enforcement existentes. Segundo um documento do Tesouro do Reino Unido divulgado em janeiro de 2012 ("Um novo enfoque da regulação financeira: garantir a estabilidade, proteger os consumidores"), o governo pretende desenvolver uma forma de redesenhar o sistema nos seguintes eixos principais:

- a) Estabelecer um regulador macro prudencial (Autoridade de Conduta Financeira - Financial Policy Committee- FPC), no âmbito do Banco da Inglaterra, com poderes para vigiar e atuar em casos de riscos sistêmicos;
- b) Transferir responsabilidades sobre a regulação micro prudencial de empresas que administram riscos complexos a um novo regulador (Autoridade de Regulação Prudencial - Prudential Regulation Authority-PRA), estabelecido como subsidiário do Banco da Inglaterra; e
- c) Estabelecer um novo regulador de condutas, (Autoridade de Conduta Financeira - Financial Conduct Authority-FCA) para assegurar que os participantes dos mercados financeiros adotem condutas que sejam em benefício dos interesses de todos os usuários e participantes do sistema financeiro.

Como transição ou preparação ao novo modelo, em abril de 2012 a FSA passou a operar internamente em um modelo de supervisão de "twin peaks", refletindo em grande parte o modo em que as duas organizações (PRA e FCA) operarão no futuro. A nova estrutura regulatória não exclui o papel do enforcement na proteção dos investidores, ao contrário, aponta que uma atuação forte e decisiva é vital para assegurar que os participantes colocarão os consumidores no centro de suas prioridades<sup>23</sup>.

---

**21.** Coffe, John Coffe, John C. Berle, Adolf A. Enhancing Investor Protection and The Regulation of Securities Act. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1372194>.

**22.** Destacar que o Reino Unido foi o primeiro centro financeiro internacional que promoveu uma mudança rumo a um regulador unificado, por meio da Lei de Serviços Financeiros e Mercados - Financial Services and Markets Act, de 2000. Essa implementação foi resultado das críticas em consequência de uma série de fatos ocorridos no setor financeiro que, em grande parte, foram atribuídos a uma infraestrutura regulatória excessivamente fragmentada. Nessa estrutura, grande parte dos poderes era delegada à Junta de Investimentos e Valores - Securities and Investment Board (SIB), mas com a participação ativa de diversos autorreguladores, os quais foram objeto de críticas quanto a sua incapacidade de proteger os consumidores de fraudes e outras irregularidades.

**23.** Em outubro de 2012, a FSA divulgou em sua página web o documento "Journey to the FCA" (disponível em: <http://content.yudu.com/A1z7zd/journey-to-the-fca/>) por meio do qual se divulga o planeja-

## 1.2. As estruturas de enforcement no âmbito ibero-americano

Como já explicado anteriormente, o enforcement em matéria de proteção do investidor é normalmente concretizado pelas estruturas reguladoras estabelecidas em cada jurisdição, em muitos casos, podendo existir uma atuação complementar das entidades autorreguladoras.

No âmbito dos países participantes deste Estudo, os órgãos competentes na emissão de normas de proteção do investidor no âmbito do mercado de valores são, por regra geral, os responsáveis pela supervisão de seu cumprimento. Em varias jurisdições existem também ordenamentos específicos com o objetivo de proteger o consumidor, seja por disposições gerais, seja pela atuação de órgãos de defesa para os serviços financeiros.

As análises mostram que as estruturas de regulação funcional predominam na região, existindo mais de um órgão regulador do sistema financeiro de cada país. A divisão de competências se faz em geral por mercado, a partir da tradicional, que conta com quatro supervisores: banca, valores, seguros e pensões, como ocorre no Brasil e Costa Rica, até as combinações que resultam em um número inferior (por exemplo três no caso da Argentina e Espanha, ou dois na Bolívia e Peru).

Ainda nesse tipo de modelo funcional, nem sempre resulta que a supervisão possa recair unicamente no órgão regulador e supervisor setorial. Entretanto, o exemplo mais comum encontrado em países em que o regulador bancário não é o mesmo do mercado de valores e é quando um banco distribui valores ao público. Para essa atividade, o banco será supervisionado pelo órgão regulador do mercado de valores, enquanto que em outros instrumentos de natureza bancária, o enforcement será realizado por seu regulador primário. Por outra parte, não devemos esquecer que os cidadãos têm a sua disposição produtos e ser-

---

mento que a nova FCA fará para alcançar os objetivos regulatórios. No que se refere especificamente ao enforcement, se reconhece sua importância para a dissuasão de condutas irregulares e para a obtenção de melhores resultados para os consumidores de serviços financeiros. Uma lista dos compromissos em relação ao enforcement dá uma medida da renovada importância dessa função na nova estrutura regulatória (pág. 37):

- obter mais casos de aplicação e promulgar a imposição de sanções severas por infrações de normas;
- buscar mais casos contra indivíduos e incorporar membros titulares de alta direção responsáveis por suas ações;
- buscar processos penais, mesmo para operações com informação privilegiada e para a manipulação do mercado nos casos apropriados; e
- continuar dando prioridade para a obtenção de uma indenização para os consumidores".

viços não abrangentes pelo mercado de valores de forma estrita, mesmo que constituam também investimentos. Daí que estes modelos institucionais requerem coordenação, para evitar superposições teóricas ou lacunas nas competências dos órgãos do Estado que inspecionam, vigiam ou controlam (enforcement) a proteção ao investidor.

Nesta questão, todas as jurisdições participantes neste trabalho manifestaram a inexistência de lacunas ou superposições, assim como conflitos de competência entre os órgãos reguladores, citando-se em alguns casos a existência de convênios através dos quais se estabelecem mecanismos de cooperação e se articula o intercâmbio de informação.

Outro modelo encontrado na região é do órgão regulador único do sistema financeiro. Dos 17 países integrantes do estudo, somente adotam este planejamento Colômbia (Superintendência Financeira da Colômbia – SFC), El Salvador (Superintendência do Sistema Financeiro - SSF), Honduras (Comissão Nacional de Bancos e Seguros – CNBS) e Uruguai (Banco Central- Superintendência de Serviços Financeiros, SSF).

As atribuições do enforcement em varias jurisdições também são exercidas pelas entidades autorreguladas, tanto as que recebem essas competências por lei (por exemplo, na Colômbia) como aquelas que são assim reconhecidas pelo órgão regulador do mercado de valores (por exemplo no Peru).

Outro ponto a destacar é a presença importante de leis e autoridades de defesa do consumidor que têm responsabilidades na proteção do investidor, quando este se qualifica como consumidor (como por exemplo, no Peru). Em alguns países esses órgãos são específicos para a proteção do consumidor de serviços financeiros, como é o caso do México (CONDUSEF). No Chile, cabe mencionar que no âmbito do consumo, a Lei N° 19.496 estabelece normas sobre a proteção aos direitos dos consumidores, mediante o qual foi criado o Serviço Nacional do Consumidor (SERNAC).

Uma vez apresentadas estas linhas gerais, daremos uma breve descrição das estruturas em cada uma das jurisdições participantes neste trabalho<sup>24</sup>.

- **Argentina:** Os órgãos reguladores do sistema financeiro compreendem o Banco Central da República Argentina que, através da Superintendência de Entidades Financeiras e Cambiárias, supervisiona os intermediários das entidades bancárias e financeiras. No mercado de seguros esse papel é da Superinten-

---

24. Como Anexo ao Estudo, encontram-se os formulários de resumo de cada país, em cuja primeira seção se detalham as diferentes entidades supervisoras e reguladoras em matéria de proteção do investidor.



dência de Seguros da Nação, e no que diz respeito ao mercado de valores o órgão supervisor é a Comissão Nacional de Valores<sup>25</sup>, encarregada de regular, fiscalizar e controlar a todos os participantes do mercado, destacando-se como uma de suas funções fundamentais a de proteger o investidor.

- **Bolívia:** a Autoridade de Supervisão do Sistema Financeiro (ASFI) é o órgão que regula e supervisiona o funcionamento das entidades bancárias cooperativas, mútuas, fundos financeiros e entidades que operam com valores. A Autoridade de Fiscalização e Controle de Pensões e Seguros (APS) é a instituição que supervisiona, fiscaliza, controla e regula as pessoas físicas e jurídicas que desempenham suas atividades no âmbito da seguridade social de longo prazo e do mercado de seguros.

No âmbito do mercado de valores, a ASFI tem dentro de suas principais atribuições o de regular, controlar, supervisionar e fiscalizar as atividades das bolsas de valores, bolsas de produtos, as agências de bolsa, as entidades de depósito de valores, as sociedades de titularização, as sociedades administradoras de fundos de investimentos, as entidades qualificadoras de risco, empresas de auditoria externa, emissores de valores e demais participantes do mercado de valores.

- **Brasil:** o Sistema Financeiro Nacional está composto por quatro órgãos reguladores e supervisores: Banco Central (BCB), a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), a Superintendência de Seguros Privados, e a Superintendência Nacional de Previdência Complementar. No âmbito federal, existe o Código de Defesa do Consumidor (CDC), lei que estabelece o regime independente para

---

**25.** A Lei do Mercado de Capitais, sancionada em 29/11/12, no seu artigo 1º aponta como um dos seus objetivos e princípios fundamentais o fortalecimento dos mecanismos de proteção e prevenção de abusos contra os pequenos investidores. Assim mesmo, no artigo 19 de dito corpo normativo, se prevê como uma das funções todos os documentos (livros, revistas, jornais, etc.) que foram consultados. Para a elaboração do relatório devem ser relacionados em ordem alfabética.

MODELOS PARA REFERÊNCIA DE LIVROS

SOBRENOME, INICIAIS DOS AUTORES.

Título do Livro.

Edição. Cidade: Editora. Ano. Total de páginas. Exemplo: TRABULSI, L. R.; ALTERTHUM, F.

Microbiologia. 4ª ed. Rio de Janeiro: Atheneu.2005. 718 p.

REVISTAS CIENTÍFICAS

SOBRENOME, INICIAIS DOS AUTORES. Título do artigo.

Título da Revista. volume, número. Ano, páginas do artigo. Exemplo: VALLE, R. P. Resíduos de antibióticos em alimentos. Revista Brasileira de Medicina Veterinária. v. 7, n. 7. 1985, p. 206-208. SITES

SOBRENOME, INICIAIS DOS AUTORES. Título do artigo. Título do Site.

[online].Disponível: <endereço eletrônico> Capturado em.Exemplo:TODAR, K.

Staphylococcus

and staphylococcal disease.

Todar's Online Textbook of Bacteriology.

[online]. Disponível: <<http://textbookofbacteriology.net/staph.html>>Capturado em 15/05/2005. da Comissão Nacional de Valores a de "promover a defesa dos interesses dos pequenos investidores...").

a proteção do consumidor, e que criou o Sistema Nacional de Proteção ao Consumidor (SNDC), integrado pelos órgãos federais, estaduais e municipais de proteção do consumidor, além de entidades de defesa do consumidor. O SNDC é coordenado pelo Departamento de Proteção e Defesa do Consumidor (DPDC) do Ministério da Justiça, que estabeleceu o Sistema Nacional de Informação para a Proteção dos Consumidores (SINDEC) mediante o que se configura a rede de agências de proteção ao consumidor (recebem e investigam queixas e reclamações dos consumidores) estaduais e municipais (PROCON), que participam do sistema. O PROCON pode receber denúncias, realizar as notificações e aplicar as sanções administrativas.

O BCB e a CVM, que possuem serviços de atenção ao público, têm acordos com o DPDC para a troca de informação e ações conjuntas.

- **Chile:** em matéria do mercado de valores a Superintendência de Valores e Seguros (SVS) é o órgão competente na emissão de normativa que alcança os diferentes atores do mercado de valores. Além disso, por lei, as bolsas têm a atribuição e dever de autorregulação. No âmbito do consumo, a Lei N° 19.496 estabelece as normas sobre a proteção dos direitos dos consumidores. Recentemente essa lei foi modificada para incluir a figura do "SERNAC Financeiro", fortalecer os direitos dos consumidores de produtos e serviços financeiros, impor novas obrigações às empresas e outorgar mais atribuições ao Serviço Nacional do Consumidor (SERNAC). Portanto, mesmo que existam dois órgãos com competência em matéria de proteção ao investidor, a SVS exerce uma fiscalização indireta regulando de forma prudencial as entidades que oferecem produtos e serviços financeiros, e o SERNAC está habilitado para intervir diretamente entre fornecedores de serviços financeiros e seus clientes propiciando mediações, estabelecendo compensações, etc.

O Banco Central do Chile é o órgão encarregado de regular o sistema financeiro e o mercado de capitais, assim como vigiar a estabilidade do sistema financeiro, entre outras funções. A Superintendência de Bancos e Instituições Financeiras (SBIF), é a entidade a quem compete a supervisão e regulação dos bancos e instituições financeiras, em resguardo dos depositantes ou outros credores e do interesse público. Finalmente, a Superintendência de Pensões (SP) tem a seu cargo a vigilância e controle do sistema de pensões solidárias, que administra o Instituto de Previdência Social, das Administradoras Privadas de Fundos de Pensões, e da Administradora de Fundos de Garantia.

- **Colômbia:** a Superintendência Financeira (SFC) é o órgão competente na supervisão e cumprimento das normas de proteção ao consumidor do sistema

financeiro, assegurador, provisional e do mercado de valores. Por outra parte, existe o Autorregulador do Mercado de Valores (AMV) cujas funções supervisoras consistem na verificação do cumprimento da normatividade aplicável relacionada com a atividade de intermediação de valores, isto é, as normas do mercado de valores referentes à atividade de intermediação. Os regulamentos e normas expedidas pelo AMV, em desenvolvimento de sua função normativa, e as regulamentações expedidas pelas bolsas de valores e as sociedades administradoras de sistemas de negociação e registro de valores, por parte dos sujeitos de autorregulação. Porém, convém ressaltar que este esquema de autorregulação, previsto na Lei do Mercado de Valores (Lei 964 de 2005), não substitui nem limita a atribuição para exercer a inspeção, vigilância e controle sobre a atividade do mercado de valores executado por parte da Superintendência Financeira de Colômbia.

- **Costa Rica:** existem quatro órgãos reguladores que têm entre suas funções, explícita ou implicitamente, a proteção do consumidor (investidor): a Superintendência Geral de Valores (SUGEVAL), no âmbito do mercado de valores; a Superintendência Geral de Entidades Financeiras (SUGEF); a Superintendência de Pensões (SUPEN); e a Superintendência Geral de Seguros (SUGESE). Além disso, há uma autoridade superior com responsabilidades normativas, o Conselho Nacional de Supervisão do Sistema Financeiro (CONASSIF), cuja finalidade é dotar de uniformidade e integração as atividades de regulação e supervisão do sistema financeiro costarricense. No âmbito da defesa do consumidor, o Ministério da Economia, Indústria e Comércio é a entidade que se encarrega de zelar pela aplicação da Lei de Promoção da Competência e Defesa Efetiva do Consumidor N° 7472, por meio de uma dependência denominada a Defensoria do Consumidor.
- **Equador:** a estrutura de supervisão do sistema financeiro estabelece competências claras para cada um dos âmbitos de regulação. A atividade bancária e de seguros é assumida pela Superintendência de Bancos e Seguros, a Superintendência de Companhias do Equador é o órgão competente no âmbito de mercado de valores precautelando a proteção do investidor. Quando a Superintendência de Companhias precisa atuar sobre uma entidade sujeita à vigilância e controle da Superintendência de Bancos e Seguros, isto é feito desta ou em forma conjunta. (Art. 10, parágrafo 2 da Lei de Mercado de Valores).
- **El Salvador:** mesmo que o Banco Central de Reserva possa editar normas sobre o desempenho do sistema financeiro incluindo a proteção do investidor, a Superintendência do Sistema Financeiro (SSF) é o organismo responsável por supervisionar a atividade individual e consolidada dos integrantes do sistema financeiro. Além disso, há uma Defensoria do Consumidor criada pela Lei de Proteção ao Consumidor, que atua em coordenação com a SSF.
- **Espanha:** o marco específico fundamental que regula as relações dos inter-

mediários financeiros com os investidores é a Lei do Mercado de Valores, e a CNMV é o órgão encarregado da supervisão e o enforcement das normas de proteção do investidor. Por sua vez, o Banco da Espanha (BdE) é o encarregado da supervisão das entidades que prestam serviços bancários na Espanha, ou seja, as que podem captar fundos do público. Entre elas estão as entidades estrangeiras que operam na Espanha, cuja supervisão exerce fundamentalmente a autoridade de seu país de origem, através de filiais (estabelecimentos permanentes) ou mediante a prestação de serviços a partir de seu país de origem, e de outras entidades sem ser consideradas bancárias e que, portanto, não podem captar fundos do público. São também supervisionadas pelo Banco da Espanha, já que se dedicam a conceder créditos, avalistas ou garantias, ao câmbio de moeda estrangeira, a emitir dinheiro eletrônico e a realizar serviços de pagamentos (transferências, envio de dinheiro, etc.), ou a valorizar bens.

A Direção Geral de Seguros e Fundos de Pensões (DGSFP) é o órgão administrativo dependente da Secretaria de Estado de Economia e Apoio à Empresa, adscrito ao Ministério de Economia e Competitividade, que se encarrega do controle das atividades seguradoras e resseguradoras privadas, mediação de seguros, e ao controle do cumprimento dos requisitos necessários para o acesso à atividade por entidades gestoras de fundos de pensões.

- **Guatemala:** o Registro do Mercado de Valores e Mercadorias é o órgão do Ministério de Economia cujo objetivo é o registro dos atos que realizam e contratos que celebrem as pessoas que intervêm nos mercados bursátil e extrabursátil. Ao Registro corresponde, dentro do âmbito de sua competência, cumprir e fazer que se cumpram as disposições estabelecidas na Lei do Mercado de Valores e Mercadorias (Decreto 34-96 do Congresso da República), e em disposições normativas e regulamentação de carácter geral. Assim, o Registro deve supervisionar os emissores, agentes de bolsa ou casas de bolsa, agentes de valores, e qualificadoras de risco.
- **Honduras:** cabe à Comissão Nacional de Bancos e Seguros (CNBS) supervisionar e zelar pelo cumprimento da Lei de Mercado de Valores, e das Normas para o Fortalecimento da Transparência, a Cultura Financeira e Atenção ao Usuário Financeiro nas instituições supervisionadas, assim como de suas Normas Complementares. A autorregulação dos participantes no mercado de valores se baseia em um código de ética profissional elaborado pela Câmara Hondurenha de Casas de Bolsa (CAHBOLSA), que não inclui processo sancionador, já que somente a Comissão Nacional de Bancos e Seguros, como ente regulador, tem poder de sancionar. Vale mencionar que quando uma entidade autorregulada detecta indícios de violação à Lei que podem constituir um delito, a mesma deve informar à CNBS.
- **México:** além da atuação da Comissão Nacional Bancária e de Valores (CNBV),

que tem por objetivo supervisionar e regular as entidades integrantes do sistema financeiro<sup>26</sup>, existe a Comissão Nacional para a Defesa dos Usuários de Serviços Financeiros (CONDUSEF), instituição encarregada da proteção e defesa dos direitos e interesses dos usuários de serviços financeiros. A CNBV tem a atribuição exclusiva de supervisionar e sancionar, na esfera administrativa, os não cumprimentos às normas de proteção do investidor pelos intermediários do mercado de valores (normas referentes ao perfil do cliente, à oferta pública de valores, à prestação de serviços de intermediação, entre outras). Cabe destacar que a supervisão realizada pela CONDUSEF compreende o exercício das competências de vigilância, prevenção e correção que lhe conferem a Lei de Proteção e Defesa do Usuário de Serviços Financeiros, assim como outras leis aplicáveis. A inspeção se efetuará a pedido da CONDUSEF, pela CNBV através de visitas nas instalações das instituições financeiras para comprovar o cumprimento das normas cuja supervisão encontra-se expressamente conferida à CONDUSEF. A prevenção e correção são realizadas mediante o estabelecimento de programas de cumprimento forçoso para as instituições financeiras, tendentes a eliminar irregularidades. (Lei de Proteção e Defesa do Usuário de Serviços Financeiros, Art. 92).

- **Panamá:** a Superintendência do Mercado de Valores (SMV) é a entidade responsável pela supervisão e cumprimento das normas de proteção do investidor no âmbito do mercado de valores. A Superintendência de Bancos é a encarregada de regular e supervisionar a atividade bancária e o negócio fiduciário, enquanto que a atividade de seguro e resseguro está sob a supervisão da superintendência de Seguros e Resseguros. As entidades autorreguladoras têm poderes para sancionar seus membros. Portanto, a SMV poderá fiscalizar e sancionar a qualquer membro de uma organização autorregulada, segundo as disposições da Lei de Mercado de Valores, independentemente das ações tomadas ou não pela organização autorregulada.
- **Paraguai:** existe a Lei de Defesa do Consumidor (Nº 1334), que estabelece as normas de proteção e defesa dos consumidores e usuários. Esta Lei regula os contratos e a publicidade enganosa, que seria aplicável também em matéria de

---

**26.** Além das instituições de crédito e as casas de bolsa, integrantes dos setores bancário e bursátil, a Comissão Nacional Bancária e de Valores (CNBV) tem a seu cargo a supervisão e regulação de diversos integrantes do sistema financeiro. Em seu âmbito de competência estão: as sociedades controladoras de grupos financeiros; sociedades financeiras de objeto limitado; organizações auxiliares de crédito; atividades auxiliares de crédito; sociedades de informação creditícia; escritórios de representação de entidades financeiras no exterior, sejam bancos ou casas de bolsa.

Também existe a Comissão Nacional de Seguros e Finanças, que é um órgão independente da Secretaria de Fazenda e Crédito Público, encarregada de supervisionar os setores seguradores e financiadores, preservando a solvência e estabilidade financeira das instituições de Seguros e Finanças, para garantir os interesses do público usuário.

mercado de valores. A Lei do Mercado de Valores (N° 1.284) é o marco regulatório que rege a oferta pública de valores e seus emissores, os valores de oferta pública, as bolsas de valores, as casas de bolsas e, em geral, os demais participantes do mercado. A Comissão Nacional de Valores (CNV) é a entidade encarregada de supervisionar as normas de proteção do investidor no âmbito do mercado de valores. Assim, o Banco Central do Paraguai, com o aval da Superintendência de Bancos, zelarà pela transparência informativa das entidades de crédito nas relações com seus clientes<sup>27</sup>. A Superintendência de Bancos exerce o controle, inspeção, vigilância e avaliação das entidades do sistema financeiro nacional. A CNV e a Superintendência de Bancos assinaram um acordo de cooperação interinstitucional para a supervisão coordenada de bancos e outras entidades financeiras registrados na CNV, como empresas emissoras de títulos de dívida no mercado de valores.

- **Peru:** a Superintendência do Mercado de Valores (SMV) tem competência exclusiva para supervisionar o cumprimento da legislação do mercado de valores pelas pessoas físicas e jurídicas que participam no referido mercado podendo, excepcionalmente, autorizar às bolsas de valores ou outras entidades autorreguladoras o exercício de atribuições disciplinares nos termos e condições previamente determinados mediante regulamento. Porém, em nenhum caso o exercício destas atribuições de autorregulação implica o exercício de função pública. Por isso, não limitam as funções de regulação, supervisão e sanção da Superintendência. É da Competência da SMV a supervisão do cumprimento das normas que tem por finalidade a proteção do investidor no mercado de valores. A Superintendência de Bancos, Seguros e AFP é o organismo encarregado da regulação e supervisão do sistema financeiro, de seguros e do sistema privado de pensões.

Por último vale ressaltar que a Autoridade Nacional de Proteção do Consumidor (INDECOPI), é o órgão público encarregado de zelar pela proteção dos direitos dos consumidores, entre os quais é possível encontrar os investidores em sua relação com as sociedades agentes de bolsa, sociedades administradoras de fundos mútuos e sociedades administradoras de fundos de investimento.

- **República Dominicana:** a Superintendência de Valores (SIV) regula e supervisiona o mercado de valores, sendo o órgão competente para o cumprimento e a supervisão da proteção do investidor no âmbito do mercado de valores. Semelhante ao que acontece em outras jurisdições, os bancos, regulados pela Superintendência de Bancos, em sua condição de emissores no mercado de

---

**27.** A Lei 861, "Geral de Bancos, Financeiras e Outras Entidades de Crédito", estabelece aquelas disposições orientadas ao funcionamento, à regulação e à supervisão das pessoas físicas e jurídicas que desenvolvem suas atividades no sistema financeiro.

valores, ficariam com estas atribuições para esta atividade no âmbito das responsabilidades da SIV.

Não existe a autorregulação dos intermediários financeiros como tal, porém, a Bolsa de Valores da República Dominicana (BVRD) é uma entidade autorreguladora, que conjuntamente com a SIV supervisiona os intermediários de valores e em seus manuais estão previstos processos sancionadores.

- **Uruguai:** a Superintendência de Serviços Financeiros, entidade que faz parte do Banco Central do Uruguai (BCU), é a encarregada de supervisionar o sistema financeiro e as diferentes entidades que compõem, isto é, empresas de intermediação financeira, mercado de valores, empresas de seguros e administradoras de fundos de poupança previdenciária. A autorregulação da Bolsa de Valores de Montevideo e a Bolsa Eletrônica de Valores S.A., limita-se à organização das relações entre seus membros, para o qual se baseiam pelos Regulamentos de cada uma. Tanto as bolsas quanto os intermediários de valores estão diretamente sujeitos à regulação e fiscalização da Superintendência de Serviços Financeiros do Banco Central do Uruguai.

## 2. INSTRUMENTOS DE ENFORCEMENT

### 2.1. Introdução à proteção do investidor. Razões que aconselham o endurecimento da norma.

Antes de entrar no mérito nas análises das questões definidas que irão ser desenvolvidas nesta seção, convém destacar a transcendência que o mercado de valores terá que conseguir para uma adequada proteção do investidor, objetivo que se alcança mediante o cumprimento das normas de conduta recolhidas nas Leis e em suas normas de desenvolvimento.

Uma das funções básicas de qualquer órgão supervisor há de ser a proteção dos investidores, devendo zelar pelo cumprimento das normas por quantos intervêm no mercado de valores. As legislações incorporam normas de conduta a serem cumpridas por quem opera no referido mercado, direcionadas a defender a absoluta prioridade dos interesses dos investidores sobre as entidades autorizadas<sup>28</sup>.

Os clientes de serviços financeiros podem ver suas poupanças comprometidas e

---

**28.** Assim se estabelece no princípio 23 dos "Objetivos e princípios para a regulação dos mercados de valores" da IOSCO, em sua redação de 1998. Atualmente, após a ampliação dos princípios em junho de 2010, o referido princípio passou a ser o 31.

ter, em consequência, graves prejuízos patrimoniais como resultado de condutas fraudulentas ou do abuso de conflitos de interesses e da insolvência das entidades. Nesse sentido, que o estabelecimento de normas de conduta tenha por objeto fixar os princípios em base aos quais os intermediários devem atuar de frente a seus clientes. Estes princípios giram em torno dos deveres de diligência que deve observar o intermediário, ao princípio de prioridade do interesse do cliente ou investidor, e evitar comportamentos abusivos que derivam da existência de conflitos de interesses<sup>29</sup>.

Desta forma, a eficácia de todo o sistema surge no momento em que se atinge o equilíbrio entre competência e regulação, entre proteção e inovação. A necessidade

---

**29.** Neste sentido, a “Metodologia para avaliar a implementação dos objetivos e princípios da IOSCO para a regulação dos mercados de valores” recolhe o seguinte:

“- O intermediário deve dispor de um mecanismo eficaz e efetivo para resolver as reclamações dos investidores”.

- Os intermediários do mercado deverão comportar-se de maneira que se protejam os interesses de seus clientes e a integridade do mercado. Os princípios fundamentais incluem:

- a) Toda entidade deve observar níveis elevados de integridade e operação justa.
- b) Toda entidade deve atuar com o cuidado e a diligência devidos, no melhor interesse de seus clientes e da integridade do mercado.
- c) Toda entidade deve observar elevadas normas de conduta no mercado.
- d) Nenhuma entidade deve colocar seus próprios interesses acima dos seus clientes. Deve-se dar um trato similar aos clientes em situações similares.
- e) Toda entidade deve cumprir qualquer lei, código ou norma relativa à regulação dos mercados de valores que lhe seja aplicável.

- No que diz respeito à conduta de um intermediário com seus clientes, a seguir se apontam alguns componentes importantes:

- a) O cliente deve ter a capacidade de obter um contrato de compromisso ou um acordo de conta por escrito, ou uma relação por escrito das condições gerais e específicas das operações através do intermediário da jurisdição em matéria de contratos, e podem incluir as remessas eletrônicas.
- b) Toda entidade deverá solicitar a seus clientes qualquer informação sobre sua situação e objetivos de investimento que sejam pertinentes para os serviços que presta.
- c) Quando as atividades de um intermediário incluem a prestação de assessoramento específico, esse assessoramento se deve prestar com o devido conhecimento das necessidades e a situação do cliente, uma questão geralmente incluída na norma de conduta que indica que o intermediário deve conhecer seu cliente.
- d) A entidade deve fornecer a seus clientes, de uma forma completa e pontual, a informação necessária para que tomem decisões de investimento fundamentadas. Pode ser necessário que a regulação exija a divulgação de informação de uma forma específica quando os produtos impliquem um risco que ao investidor minoritário não lhe resulte óbvio.
- e) Toda entidade deve facilitar a cada cliente, de forma pontual e com intervalos adequados, um informe completo e verdadeiro do valor e composição da conta ou a caderneta dos clientes, com inclusão, quando procede, de um informe das transações e saldos, assim como das comissões associadas.

- Quando um intermediário tem o controle ou é responsável pela proteção de ativos pertencentes a um cliente, este devera assegurar a devida proteção dos mesmos, por exemplo, através da segregação e identificação separada destes ativos, conforme sua responsabilidade”.



de compatibilizar a competitividade dos mercados e a proteção dos investidores é talvez um dos desafios de qualquer regulação atual do mercado de valores. Por isso, as modificações legislativas deverão reforçar a proteção do investidor, impulsionando normas de transparência e reconhecendo que a informação é um bem de grande valor no mercado de valores.

De fato, com a extensão do círculo de investidores a um público cada vez mais abrangente, dentro do fenômeno conhecido como "democratização do capitalismo", ocorre a aparição de novos instrumentos de investimento e o desenvolvimento de novos procedimentos de comercialização dos mesmos. A proteção do investidor cobra uma maior importância e interesse, sendo necessário situar a indústria financeira em uma situação competitiva porém reforçando, ao mesmo tempo, a proteção dos clientes. Como mostra esta tendência, podemos citar a Diretiva 2004/39/CE do Parlamento Europeu referente aos mercados de instrumentos financeiros (MiFID) em que a proteção do investidor adquire uma relevância prioritária.

Por outro lado, e em resposta às crises financeiras, o G20<sup>30</sup> destacou a importância da aplicação coercitiva da regulação financeira para a estabilidade financeira: *"o resultado dos objetivos do marco regulatório requer não somente uma regulação sólida, se não também sua aplicação efetiva. Não importa a solidez das regras que regulam a conduta dos participantes no mercado, se o sistema de aplicação é ineficaz, ou se percebe como ineficaz, a capacidade do sistema para atingir o resultado desejado se debilita. Portanto, é essencial que os participantes estejam devidamente controlados, que os infratores estejam fortemente perseguidos e que sejam impostas as sanções adequadas quando se comprometem as regras. Um marco regulatório com forte vigilância, perseguição e aplicação das sanções proporciona os incentivos para que as empresas possam seguir as regras. Isto é, ao final, acrescenta à credibilidade do marco do trabalho e aumenta a confiança dos investidores no sistema financeiro"*.

Assim, uma das recomendações realizadas pelo G20 referida ao enforcement, ao apontar que *"a efetiva aplicação da norma deve ser uma prioridade de todos os reguladores financeiros. Assim, os reguladores financeiros nacionais e as autoridades de supervisão devem assegurar a efetividade de suas atividades de enforcement e que dispõem de recursos apropriados para controlar a aplicação da norma e para perseguir aos infratores. A função de enforcement deve ser independente de outras atividades ou de influências externas"*.

A implementação dos programas de enforcement efetivo e acreditável a resultado

---

**30.** G20 Working Group 1 "Enhancing Sound Regulation and Strengthening Transparency", Final Report, 25 de maio de 2009.

pode ser um desafio para os Supervisores de todo o mundo, tal e como posto de manifesto devido ao escândalo do caso Madoff, inclusive para Supervisores que têm feito do enforcement uma prioridade, dado que o esquema Ponzi desenhado por Bernard Madoff operou durante mais de duas décadas sem que as autoridades o detetassem. A incapacidade de impedir e detectar esta enorme fraude põe em manifesto o porquê da aplicação da regulação financeira ser tão difícil, e a extensão do dano causado ilustra a importância do enforcement.

A “regulação de valores” tem origem na proteção do investidor ou consumidor e, por isso, considerou-se que as infrações das normas somente afetavam aos investidores individuais envolvidos em cada transgressão em particular. Muitos dos casos de aplicação da regulação se incluem nesta categoria. Alguns aspectos da regulação de valores têm um impacto que vai além dos investidores particulares, e o não cumprimento das obrigações impostas pela norma pode afetar a transparência do mercado e perder a confiança dos investidores. Assim pode ocorrer, por exemplo, em casos do não cumprimento das obrigações com os clientes, quando se faz de forma generalizada pelas empresas de valores.

A crise atual também demonstrou que as lacunas na regulação de valores (e a falta de um sólido marco regulatório) ou o não cumprimento da normativa vigente, podem causar um impacto sobre a estabilidade financeira. Bom exemplo disto são os efeitos sistêmicos que, a falta de um marco normativo adequado sobre os mercados de derivados OTC<sup>31</sup> teve sobre os mercados financeiros.

Em junho de 2010 foram incluídos 8 novos princípios nos “Objetivos e princípios para a regulação dos mercados de valores” da IOSCO, baseados nas lições aprendidas pelas crises financeiras e subsequentes mudanças no entorno normativo, os quais estão desenhados para ajudar a fortalecer o sistema global de regulação frente a futuras crises<sup>32</sup>. Neste sentido, um dos princípios que se incorporam é referente a requerimentos para que os conflitos de interesses e os desajustes de incentivos sejam evitados, eliminados, divulgados ou administrados de alguma outra forma.

A Comissão Europeia propôs, recentemente, legislação<sup>33</sup> para aumentar a proteção

---

**31.** *Over the counter (OTC)*, fora de um mercado organizado.

**32.** Nota de imprensa de 10 de junho de 2010

**33.** O pacote de medidas compõe-se de três propostas legislativas:

1- Uma proposta de Regulamento sobre os documentos informativos chave em relação aos produtos pré-empacotados de investimento no varejo (PPIM),

*“A proposta da Comissão sobre os PPIM melhora a qualidade da informação que se facilita aos consumidores interessados em investir. Os produtos de investimentos são complexos e é difícil comparar ou entender completamente os riscos que apresentam. As consequências de assumir riscos imprevistos e de sofrer as perdas consequentes podem ser devastadoras para o consumidor, já que esses investimentos constituem*

dos consumidores de serviços de investimento. Em seu comunicado à imprensa<sup>34</sup>, a Comissão reflete os principais motivos pelos quais aconselha esse aumento da proteção do investidor: *“a crise financeira se converteu em uma crise de confiança dos consumidores. A falta de transparência, em uma escassa consciência dos riscos e uma má gestão dos conflitos de interesses, supostamente vendeu uma e outra vez aos consumidores de toda a UE produtos de investimento e de seguros que não eram adequados. Os consumidores perderam a confiança no setor financeiro. Além disso, a legislação vigente não teve avanço com a rapidez suficiente para ajustar-se à crescente complexidade dos serviços financeiros. Somente tomando medidas para fazer frente à perda de confiança dos consumidores poderão abordar-se estas deficiências, assentando bases sólidas para o crescimento da UE. São necessários mercados no varejo sólidos e bem regulados fundados nos melhores interesses dos consumidores para conseguir a confiança e o crescimento econômico e médio e longo prazo. Por este motivo, a Comissão apresentou hoje um pacote legislativo que deixa mais rigorosas as normas e elimina as lacunas existentes, em benefício dos consumidores. O pacote propõe normas novas e respeitadas com o consumidor sobre a informação refe-*

---

*com frequência o elemento central das poupanças de toda uma vida. O mercado de investimentos varejista da UE alcança os 10 bilhões de euros, a compra de produtos inadequados pode converter-se com rapidez em um problema importante.*

*A proposta da Comissão tem por objeto proporcionar aos consumidores informação em um formato fácil de entender mediante a introdução de uma norma nova e inovadora de informação sobre os produtos, que deve ser breve e clara e, em consequência, muito mais exequível. A este documento se denomina «documento de informação chave» (DIC). A proposta prevê que cada criador de produtos de investimento (por exemplo, gestores de fundos de investimento, seguros ou bancos) tenha que apresentar esse documento para cada produto de investimento. Cada DIC proporcionará informação sobre as principais características do produto, assim como sobre os riscos e os custos associados com o investimento. A informação sobre os riscos será a mais direta e comparável possível, sem simplificar em excesso produtos que sempre foram complexos. O DIC deve explicar a todos os consumidores que inclusive poderiam perder dinheiro com um determinado produto e o grau de complexidade do mesmo, e se ajustará a uma norma comum pelo que se refere a sua estrutura, conteúdo e apresentação, de maneira que os consumidores possam utilizar o documento para comparar os diferentes produtos de investimento e, em última instância, eleger o produto que se adapte melhor a suas necessidades*

*“Os produtos para os que se exigirá um DIC incluem todos os tipos de fundos de investimento, os investimentos baseados em seguros e os produtos estruturados de varejo, além das pensões privadas”.*

*2- Uma revisão da Diretiva sobre a mediação nos seguros, e*

*3- Uma proposta de reforço da proteção de quem compra fundos de investimentos.*

*de sufrir las pérdidas consiguientes pueden ser devastadoras para el consumidor, ya que esas inversiones constituyen a menudo el elemento central de los ahorros de toda una vida. Puesto que el mercado de inversiones minoristas de la UE alcanza los 10 billones de euros, la compra de productos inadecuados puede convertirse con rapidez en un problema importante.*

**34.** Comunicado de prensa de 3 de julio de 2012.

**Por su parte, el Comisario de Mercado Interior y Servicios, Michel Barnier, declaró que “tras la mayor crisis financiera de los últimos tiempos, el sector financiero debe centrarse en los consumidores. Los productos al por menor deben ser más seguros, la información sobre las normas deberá ser más clara y quienes vendan los productos han de atenerse siempre a las normas más exigentes. Por eso hemos adoptado un paquete dedicado exclusivamente a los consumidores, de forma que puedan elegir productos financieros tras obtener información y asesoramiento profesional claros y sólidos que den prioridad a los intereses de los consumidores”.**

*rente aos investimentos e torna mais estritas as normas sobre assessoramento, assim como determinadas normas sobre os fundos de investimento para garantir sua segurança”.*

No âmbito do mercado de valores, sempre existiu uma preocupação constante e crescente para garantir uma adequada proteção dos investidores que nele participam, exigindo o cumprimento de uma série de normas de conduta às entidades intervenientes nos mesmos, normas que foram adaptando-se à complexidade que os instrumentos e serviços foram adquirindo com o passar dos anos, assim como aos diversos tipos de investidores que os utilizaram.

## 2.2. Procedimento sancionador

### • Introdução

Nesta seção abordaremos exclusivamente aquelas questões referentes ao poder do Supervisor para aplicar a lei<sup>35</sup>, ou seja, as atuações que o Supervisor pode empreender nos casos em que se identifique uma infração da norma do mercado de valores, assim como a eficácia e credibilidade com que o Supervisor exerce a competência<sup>36</sup>.

Esta “*aplicação da lei*” será concretizada, conforme a Metodologia de IOSCO, no poder de perseguir eficazmente as ocorrências das infrações, em impor sanções eficazes, proporcionadas e com força dissuasória na capacidade de tomar medidas corretivas e iniciar ou trasladar assuntos para sua perseguição penal, assim como, na capacidade do Supervisor de demonstrar e explicar o exercício destas competências sancionadoras. Neste sentido pronuncia-se o artigo 51 da Diretiva 2004/39/CE do Parlamento Europeu e do Conselho de 21 de abril de 2004 referentes aos mercados de instrumentos financeiros, ao estabelecer que “*sem prejuízo dos procedimentos para a revogação da autorização nem do direito dos Estados membros a impor sanções penais, os Estados membros garantiriam, em conformidade com seu correspondente Direito Nacional, de que é possível adotar as medidas administrativas apropriadas ou impor sanções administrativas aos responsáveis em caso de não cumprimento das disposições adotadas da aplicação da presente Diretiva. Os estados membros garantiriam que estas medidas fossem eficazes, previstas e dissuasórias*”. Portanto, neste ponto em específico, será analisado o procedimento sancionador, como se iniciam, os princípios e as garantias que serão respeitados no exercício des-

---

**35.** De acordo com os *Objetivos e princípios para a regulação dos mercados de valores da IOSCO*, Princípio 11: “o regulador terá amplos poderes para a aplicação da lei”

**36.** Princípio 12 da IOSCO: “O sistema regulador garantirá o uso efetivo e acreditável dos poderes de inspeção, investigação, supervisão, aplicação da lei e a implantação de um programa efetivo de cumprimento”.

ta manifestação de poder punitivo do estado e no procedimento em si.

#### • Formas de iniciação. Denúncias anônimas

Os expedientes sancionadores se iniciam oficialmente mediante acordo do órgão competente, o que significa que sua iniciação corresponde exclusivamente ao referido órgão, não correspondendo nunca a terceiros ou particulares, como pode ocorrer em outros procedimentos administrativos. Entretanto, isso não implica que sua iniciação não deve ser baseada no conhecimento da suposta comissão de uma infração proveniente de várias fontes atribuídas a eles.

Mesmo que estas fontes possam ser de diversos tipos, para o prosseguimento deste trabalho nos deteremos em avaliar as denúncias. Porém, não devemos ignorar a existência da própria iniciativa do órgão que tem atribuição de competência da iniciação, sendo esta atuação derivada do conhecimento das condutas ou fatos susceptíveis de constituir infração, é a fonte mais comum para desencadeá-lo de procedimentos sancionadores. A maioria dos procedimentos se inicia como consequência do resultado das tarefas de supervisão e averiguação de fato alegado para constituir as infrações, dos diferentes departamentos e unidades do Órgão Supervisor que tem suas atribuições e que, em consequência, remete ao órgão competente de iniciação, propostas motivadas de abertura de expedientes.

Com respeito às denúncias, serão entendidas como o ato pelo que, qualquer pessoa em cumprimento ou não de uma obrigação legal, leva ao conhecimento de um órgão administrativo a existência de um determinado fato que pudesse constituir uma infração administrativa.

A princípio, o denunciante não faz parte de um procedimento, para isso deve ter sua credencial obrigatória ou possuir um interesse legítimo, que deve ser necessariamente diferente de um interesse meramente patrimonial, normalmente uma indenização pelos danos causados determinada pelos Tribunais de Justiça.

Como regra geral, o denunciante deve apresentar a informação por escrito para formalizar como tal a denúncia, e do resultado do processo de investigação que se inicia como consequência da denúncia apresentada, o que evidentemente pouco valor terá uma denúncia por escrito anônima ou de autor desconhecido.

Porém, com respeito à admissibilidade das denúncias anônimas como fonte de iniciação de um procedimento administrativo sancionador, não há unanimidade nos países participantes neste estudo. Em sete deles: Bolívia, Equador, Espanha, Honduras, México, Paraguai e Peru, não é possível admitir denúncias anônimas. Esta postura se

compadece com o fato de que, em algumas destas jurisdições, determinadas atuações em um procedimento de denúncia, iniciado por alegação de não cumprimento da normativa de proteção do investidor por um intermediário financeiro, tais como solicitar informação ao intermediário para ter comprovação e a certeza do não cumprimento ou a procura da entidade sobre as pretensões do denunciante, deve ser necessariamente frente ao denunciante, motivo pelo qual é imprescindível conhecer sua identidade.

Porém, na Argentina, Colômbia, Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Panamá e República Dominicana, existe a possibilidade de se admitir denúncias anônimas. Por exemplo, na Costa Rica as denúncias anônimas são uma fonte de informação para aplicar o poder do Supervisor e atuar de fato, no Panamá, se a SMV recebe uma denúncia anônima, se admite iniciar um procedimento prévio de averiguação.

Tanto no Equador como no Uruguai se fomenta a denúncia nominada por entender que conhecer a identidade do denunciante faz parte do direito à defesa do denunciado, porém, o Banco Central do Uruguai pode atuar de fato a partir do conhecimento, por qualquer meio, de um fato irregular.

Entretanto, mesmo quando a admissibilidade de uma denúncia entendida como "*documento em que se passa a informação à autoridade competente da comissão de um delito ou de uma falta*"<sup>37</sup>, varia de um país a outro quando tem caráter anônimo, em algumas jurisdições (como no Chile, Costa Rica, Espanha, Equador, Panamá, Peru e Uruguai), as denúncias anônimas por escrito recebidas pelos Supervisores podem levar a uma averiguação de fato que poderá concluir ou não com a iniciação de um procedimento sancionador.

### • Princípios e garantias

Os Supervisores dos dezessete países participantes neste estudo contam com a capacidade ou poder sancionador, ou seja, pode impor sanções perante violações das normas de ordenação e disciplina do mercado de valores. Este exercício de poder sancionador destes órgãos, como manifestação do *ius punendi*, que em geral é de competência da administração, não pode ser realizado de forma indiscriminada, arbitrária, injusta ou inquisitorial. É um poder com limites, e deve ser exercido através de um determinado procedimento estabelecido com plenas garantias para os réus.

Neste procedimento, são de aplicação e devem ser respeitados, os princípios e garantias que para os imputados contempla o direito administrativo sancionador, que não

---

37. Vigésima segunda edição do Dicionário da Real Academia Espanhola de Língua

são outros senão os princípios e garantias próprios do Direito Penal. Assim, ambas são manifestações do poder punitivo ou repressivo do Estado, até o ponto de que um mesmo bem jurídico pode ser protegido por técnicas administrativas ou penais.

De fato, são de aplicação comum os princípios da ciência penal: legalidade, tipicidade, imputabilidade, culpabilidade, proporcionalidade, *non bis in idem*, etc., devem ser acrescentadas as garantias adjetivas ou processuais próprias do processo penal: não desamparo, ônus de prova para a acusadora, etc.

Com a incorporação de princípios penais se pretende que o procedimento administrativo sancionador contemple no seu meio ou entorno sem a necessidade de levar por via jurisdicional, plenas as possibilidades de defesa. Porém, a implantação dos princípios penais ao procedimento administrativo sancionador deve ser realizado com cautela, pois esta delicada operação não pode ser de forma automática, já que a aplicação da referida garantia ao procedimento administrativo só é possível na medida em que resultem compatíveis com sua natureza. Assim, os limites do poder sancionador da Administração devem ser os seguintes:

- Legalidade prévia determinante da necessária cobertura de uma norma jurídica para o exercício deste poder
- Proibição das penas privativas de liberdade
- Respeito dos direitos de defesa
- Subordinação à autoridade judicial, o qual implica, por sua vez:
  - a) o controle a posteriori por Tribunais dos atos sancionadores;
  - b) a impossibilidade de que a Administração realize atuações ou procedimentos sancionadores, casos em que os fatos possam ser constitutivos de ilícito criminal. Assim, a rejeição de uma causa penal não é sinônimo de inexistência de fatos sancionáveis administrativamente;
  - c) a necessidade de respeitar a res judicata; ao todo o qual deve ser acrescentada a aplicação dos princípios de presunção de inocência, não desamparo, audiência, tipicidade, legalidade, etc.

A seguir, será explicado cada um destes princípios e garantias, distinguindo-se entre os princípios do poder sancionador e os princípios do procedimento sancionador.

### 1. Princípios do poder sancionador

Estes princípios são: o da legalidade, retroatividade, tipicidade, responsabilidade, proporcionalidade, prescrição e concordância de sanções (princípio "*non bis in idem*").

- **Legalidade.** O poder sancionador das Administrações Públicas será exercido quando for expressamente atribuída a ele por uma norma com força da Lei. Não

- será delegável para outro órgão diferente de sua atribuição.
- **Irretroatividade.** Serão aplicadas as disposições sancionadoras vigentes no momento de cometer os atos infratores. Somente no suposto de que uma disposição sancionadora favoreça ao suposto infrator, terá caráter retroativo.
  - **Tipicidade.** Somente constituem infrações administrativas as vulnerações do Sistema Jurídico previstas como tais infrações por uma Lei. Porém, estabelecido o tipo infrator em uma norma com classificação legal, cabe à colaboração regulamentar na hora de delimitar as condutas sancionáveis.
  - **Responsabilidade.** Em virtude deste princípio de responsabilidade ou culpabilidade, só podem ser sancionadas por atos constitutivos de infração administrativa as pessoas físicas e jurídicas que resultem ser responsáveis pelos mesmos. O grau de responsabilidade ou culpabilidade que se exige pode variar de uns ordenamentos a outros. No caso da Espanha, o grau exigido é "simple negligência".
  - **Proporcionalidade.** - A imposição de sanções deve manter a devida adequação entre a gravidade do ato constitutivo de infração e a sanção aplicada. Não podendo resultar em maiores benefícios para o infrator em detrimento do cumprimento da norma, razão pela qual, quando existem supostamente benefícios quantificáveis, a sanção de multa nunca deve ser inferior aos benefícios obtidos pelo infrator.
  - **Prescrição.** Os fatos constitutivos de infração não poderão ser sancionados decorridos os prazos que as Leis estabelecem<sup>38</sup>.

---

**38.** Dada a disparidade de prazos e as causas da interrupção da prescrição que ocorrem nos distintos países participantes deste trabalho, vale a pena deter-se neste tema. A jurisdição boliviana estabelece prazo menor de prescrição que é de dois (2) anos, enquanto que a salvadorenha estabelece prazo maior, de dez (10) anos. Nos demais países esse prazo é diferenciado, sendo de três (3) anos na Colômbia e Paraguai; quatro (4) anos no Chile e Panamá; cinco (5) anos no México e Costa Rica; e seis (6) anos na Argentina. A Espanha é o único país que estabelece um prazo de prescrição diferente, dependendo da gravidade da infração: cinco (5) anos para casos muito graves e graves; e dois (2) anos para casos mais leves. Em todos os países citados existe um questionamento acerca do momento a partir do qual se começa a contar o referido prazo de prescrição. Em geral, é a partir do início do trabalho da comissão da infração. Pelo que se refere às causas da interrupção do prazo de prescrição, exceto no Chile, a comissão poderá interromper a notificação no início do procedimento sancionador. Existem algumas especialidades em países como a Argentina, onde também é feita a interrupção do prazo para a comissão de outra infração. Na Bolívia essa interrupção poderá ocorrer sempre no início das investigações, ou das diligências preliminares, quando da apresentação de uma denúncia, e quando esta for conhecida pelo suposto responsável. Em El Salvador a referida interrupção se produziria quando qualquer diretor, funcionário, gerente ou administrador do integrante do sistema financeiro reconhecer, por qualquer meio, a comissão de um ato inflacionário, ou quando se iniciam atuações tendentes à investigação do ato infrator, sempre que seja notificado o suposto infrator. Há uma menção especial para o Chile e Costa Rica. No Chile a normativa reconhece um prazo de quatro (4) anos, a partir do momento em que é consumado o ato infrator, para que a SVS imponha a sanção de multa. Se a sanção for de outra natureza, como censura ou revogação da autorização, não existe norma similar que regule a prescrição, nem existe norma qualquer que regule a interrupção do prazo de prescrição, devendo o processo correr conforme reza a doutrina e a jurisprudência, de acordo com a norma comum. Na Costa Rica existe um espaço vazio legal na normativa do mercado de valores referente ao prazo de prescrição das infrações administrativas, sendo que a jurisprudência interpreta que o prazo será de quatro



- **Concordância de sanções “non bis in ídem”.** Não poderão ser sancionados os atos com sanção penal ou administrativa nos casos que se observe identidade do sujeito, ato e fundamento. Finalmente, ninguém pode ser sancionado duas vezes pelos mesmos atos.

## 2. Princípios do procedimento sancionador

Estes princípios abrangem as garantias do procedimento, os direitos do suposto responsável ou culpável, as medidas de caráter provisional ou cautelar que se podem adotar na alegação de inocência e resolução.

- **Garantias do procedimento.** Este princípio tem as seguintes manifestações:
  - 1) exigência de que o exercício do poder sancionador requer um procedimento legal ou regulamentarmente estabelecido.
  - 2) exigência de que os procedimentos que regulam o exercício do poder sancionador estabeleçam a devida distinção entre a fase instrutora e a fase sancionadora, atribuindo-se aos órgãos distintos.

Neste sentido, a Declaração Universal de Direitos Humanos do ano de 1948 estabelecia, em seu artigo 10, o direito de toda pessoa, “em condições de plena igualdade, a ser ouvida publicamente e com justiça por um tribunal independente e imparcial, para a determinação de seus direitos e obrigações ou para o exame de qualquer acusação contra ela em matéria penal”. Da mesma forma, o artigo 6 do Convênio Europeu para a Proteção dos Direitos Humanos e Liberdades Fundamentais de 1950, estabelecia o direito a um processo equitativo, contido no seu artigo 6.

Este direito tem sido contemplado nas constituições de todos os países democráticos, como o direito à proteção judicial efetiva. Uma das manifestações do direito à proteção judicial efetiva é a separação entre as fases de instrução e sanção, dado que a imparcialidade que deve presidir todo processo penal não é predicável de quem assume, simultaneamente, as funções de instrução e de decisão. Isso não deixa dúvida sobre a coerência do juiz instrutor, nem a sua objetividade na investigação. Porém, ocorre que a atividade instrutora que lida

---

(4) anos, começando a ser computado no momento em que ocorreu o fato: se este for notório, ou quando a Administração tiver conhecimento deste ou do ato gerador a partir do qual a vítima encontra-se em condições de invocar seu direito. Algo semelhante ocorre na Guatemala e Equador, onde não existem prazos de prescrição relacionados com o mercado de valores, motivo pelo qual se submetem ao que está estabelecido no Código Penal para os delitos. Ainda se submetem ao Código Civil para o caso de obrigações civis, como ocorre na Guatemala, onde se aplica supletoriamente a Lei Geral de Instituições do Sistema Financeiro no Equador, que dispõe que o prazo de prescrição será de 3 anos contados a partir da data em que se cometeu a infração e omissão.

e põe em contato direto com o acusado e com os fatos e dados que devem servir para averiguar o delito e seus possíveis responsáveis podem provocar, no âmbito do instrutor, até prejuízos e impressões a favor ou contra o acusado, apesar de suas melhores intenções. Por isso, o juiz pode influenciar na hora de sentenciar, mesmo que o fato não aconteça, sendo difícil evitar a impressão de que o Juiz não exerce a função de julgar sem a plena imparcialidade que lhe é exigível.

A separação entre a fase de instrução e sanção se aplica e prega no âmbito dos procedimentos em material penal, mas seria extrapolável aos procedimentos administrativo sancionadores. Como já foi abordado anteriormente, os princípios inspiradores de ordem penal são de aplicação, com certas modulações ao direito administrativo sancionador, dado que ambos são manifestações de ordem punitiva do Estado. Portanto, referente à garantia de imparcialidade, é uma das premissas que resulta necessário modular na projeção do procedimento administrativo sancionador, toda vez que a mencionada garantia não pode manifestar-se na administração sancionadora, no mesmo sentido com relação aos órgãos judiciais. Isso ocorre sem prejuízo da proibição de toda arbitrariedade e da posterior revisão judicial das sanções, com a estrita imparcialidade e independência dos órgãos do poder judicial. Assim, não é por essência predicável na mesma medida de um órgão administrativo, concluindo-se deles que a independência e imparcialidade do julgador, como exigência do direito a um processo com todas as garantias, é uma garantia característica do processo judicial que não se estende ao procedimento administrativo sancionador.

Neste sentido, tanto o instrutor em um procedimento administrativo sancionador como o órgão chamado a resolver o expediente, não podem gozar das mesmas garantias que os órgãos judiciais. Isso ocorre porque neste tipo de procedimentos o instrutor é também acusador, enquanto formula uma proposta de resolução sancionadora; por outro lado, o órgão chamado a decidir é o mesmo que inicia o expediente. Por isso, não deixa de ser juiz e faz parte do expediente ao mesmo tempo.

Neste sentido, encontrando-se a organização administrativa informada, não pelo princípio de independência, senão pelo de hierarquia, careceria de sentido para transferir, automaticamente, todas as garantias próprias do judiciário. Este teria independência orgânica e individual, correspondente aos funcionários que conduzem o procedimento administrativo sancionador, pertencentes a uma mesma organização e todos são submetidos ao critério hierárquico.

Portanto, a transferência do princípio de separação entre órgão instrutor e órgão sancionador, no âmbito administrativo sancionador, requer, para que constitua uma verdadeira garantia, que o conceito de órgão não seja assimi-

lável ao do órgão administrativo, meramente organizativo e hierárquico. Mas isso pode não acontecer se a capacidade de auto-organização das Administrações Públicas traduzir-se no âmbito sancionador em uma flexibilização ao serviço da objetividade. Em consequência, o conceito de órgão que o exerce, inicia os procedimentos, instruindo ou resolvendo o poder sancionador, o que resulta da atribuição de tais competências às unidades administrativas que compõem o referido órgão. No marco do procedimento de exercício do poder sancionador e seus efeitos, se constituem em órgãos, garantindo que não recorram às mesmas nas funções de instrução e resolução.

3) exigência de que para impor uma sanção deve ser seguido o necessário procedimento.

• **Direitos do suposto responsável.** Entre outros, há os seguintes:

- 1) ser notificado dos atos de que é acusado, das infrações que tais atos possam constituir e das sanções que lhe poderiam corresponder, assim como da identidade do instrutor, da autoridade competente para impor a sanção e da norma que lhe atribua tal competência.
- 2) a formular alegações e utilizar os meios de defesa admitidos pelo Ordenamento Jurídico que resultem procedentes.
- 3) o acesso permanente ao procedimento.
- 4) a trato respeitoso pelas autoridades e funcionários que lhes deverão facilitar o exercício de seus direitos e o cumprimento de suas obrigações, assim como quaisquer outros reconhecidos pelas constituições e as leis de cada país (a igualdade, a honra, a intimidade pessoal e familiar, a tutela judicial efetiva, a não declarar contra si mesmo, etc.).

• **Medidas de carácter provisional ou cautelar.** No formato dos procedimentos poderão ser adotadas medidas de carácter provisional ou cautelar a fim de garantir a eficácia da resolução que poderia influenciar, sempre que assim seja previsto nas normas do procedimento e o acordo seja motivado.

• **Presunção de inocência.** Não existirá responsabilidade administrativa enquanto não se demostre o contrário. Este princípio ou exigência são básicos e fundamentais no procedimento.

• **Resolução.** Todo procedimento administrativo sancionador terá de ser concluído com uma resolução que deve cumprir com as seguintes exigências:

- 1) a exigência de que a resolução que conclui o procedimento seja motivada e

- resolva todas as questões organizadas no expediente.
- 2) a exigência de que a resolução não aceite fatos diferentes que os determinados no decorrer do procedimento, independentemente de sua diferente apreciação jurídica.
  - 3) a exigência de que a resolução só será executiva quando puser fim à via administrativa.

### **2.3. Competência sancionadora dos autorreguladores nesta matéria**

Em algumas jurisdições participantes neste trabalho existem, além do Órgão Regulador propriamente dito, outra série de órgãos ou entidades autorreguladas, que compartilham competências sancionadoras com o referido Regulador. Os países nos quais os autorreguladores têm uma maior implantação são a Colômbia e o Brasil, que serão detalhados a seguir neste estudo.

Na Colômbia existe, desde 2006, o Autorregulador do Mercado de Valores (AMV), como corporação de caráter privado, sem fim lucrativo, de caráter nacional. É regido pela Constituição, contendo as normas civis, a lei do mercado de valores e as normas que a desenvolvem, por seus estatutos e regulamentos, e pelos princípios que se aplicam aos órgãos de autorregulação. A Superintendência Financeira da Colômbia autorizou a AMV a funcionar como autorreguladora do mercado de valores, mediante a expedição da Resolução nº 1171, de 7 de julho de 2006. À AMV encontra-se vinculada a diferentes pessoas ou entidades na qualidade de membros, associados autorregulados voluntariamente, e associados.

Constituem-se como membros as pessoas jurídicas que se encontram inscritas no Registro Nacional de Agentes do Mercado de Valores, como intermediários de valores, ou as pessoas físicas que sejam intermediárias de valores. Estes devem estar devidamente registrados e aceitos como membros, por parte da AMV, quando cumprirem com os requisitos estabelecidos para tal fim. São associados autorregulados voluntariamente aquelas pessoas que, mesmo não sendo intermediárias de valores, pelas atividades próprias de seu objetivo e sua condição de membros de sistemas transacionais ou de registro, lhes é exigida a obrigação de autorregular-se.

Na Colômbia podem atuar como órgãos autorreguladores: os órgãos constituídos exclusivamente para tal fim, as organizações gremiais ou profissionais, as bolsas de valores, as bolsas de produtos agropecuários, agroindustriais ou outras *commodities*, e as sociedades administradoras dos sistemas de negociação. A função de autorregulação não tem caráter de função pública e a supervisão do adequado funcionamento dos órgãos de autorregulação está a cargo da Super-

intendência Financeira da Colômbia.

O esquema de autorregulação previsto não substitui nem limita as competências do presidente da República para exercer a inspeção, vigilância e controle sobre a atividade do mercado de valores, realizada por condução da Superintendência Financeira da Colômbia. Portanto, o âmbito da autorregulação compreende o exercício das funções normativas, de supervisão e disciplinar. A respeito destas últimas, consistem na imposição de sanções por não cumprimento das normas do mercado de valores e dos regulamentos de autorregulação. Quando ocorre um processo disciplinar, a AMV formula cargos, notifica ao membro e dá a oportunidade dele exercer o direito de defesa. Igualmente, faz um relatório do processo e dá apoio:

- 1) À conduta que o membro e/ou as pessoas vinculadas a este desenvolveram;
- 2) À norma do mercado de valores ou do regulamento do autorregulador que especificamente não cumpriram, e;
- 3) no caso de existir a sanção imposta e a razão da mesma.

O processo disciplinar que a abre AMV no exercício de sua função disciplinar observa os princípios de oportunidade, economia e celeridade, e se rege exclusivamente pelos princípios e procedimentos previstos na lei do mercado de valores.

Quanto às sanções que poderão ser impostas pela AMV aos sujeitos autorregulados quando incorridos em violação da normativa aplicável, dependendo se o sujeito é uma pessoa física ou jurídica, seriam advertência, multa, suspensão e expulsão, quando se trata de uma pessoa física, e advertência, multa, e expulsão quando se trata de uma pessoa jurídica.

Contudo, para coordenar esforços em matéria disciplinar de supervisão e investigação, a Superintendência Financeira de Colômbia assinou um Memorando de Entendimento com a AMV.

No Brasil, existe tanto a autorregulação proveniente da lei como a autorregulação voluntária, assim entendida como aquela em que os intermediários ou outros participantes de mercado se reúnem em uma única entidade representativa com poderes para estabelecer regras e padrões de conduta para seus associados e com poderes para aplicar penalidades. As entidades autorreguladas no Brasil são as seguintes:

- **BM&FBOVESPA.** Segundo a Lei do Mercado de Valores, as Bolsas de Valores, as Bolsas de Mercadorias e Futuros, as entidades do mercado de balcão organizadas e as entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários terão autonomia administrativa, financeira e patrimonial, operando sob a supervisão

da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Corresponde, como órgãos auxiliares da CVM, fiscalizar os respectivos membros e as operações com valores mobiliários nelas realizadas.

Em 2007 foi criada a BM&FBOVESPA Supervisão de Mercados (BSM), com personalidade jurídica própria e patrimônio independente, autonomia financeira, administrativa e orçamentaria, assim como mandato fixo do diretor de autorregulação e dos conselheiros. A BSM tem as seguintes responsabilidades:

- a) fiscalização e supervisão dos participantes no mercado e a própria BM&FBOVESPA
- b) identificação de violações à legislação e à regulamentação vigente, condições anormais de negociação ou comportamentos que possam pôr em risco a regularidade de funcionamento, a transparência e a credibilidade do mercado
- c) instauração e condução de processos administrativos disciplinares
- d) aplicação de sanções

No âmbito disciplinar atua em estreita comunicação com a CVM (que recebe alerta imediato no caso de indícios de infrações graves), com o objetivo de melhorar constantemente a eficácia dos instrumentos de regulação e de autorregulação do mercado de valores mobiliários. Em caso de indícios de irregularidades se propõe a instauração de um processo administrativo para verificar as infrações e, se for necessário, aplicar medidas disciplinares (advertências, multa, suspensão de até 90 dias e inabilitação temporal de 10 anos). A BSM pode celebrar acordos de compromisso, onde o infrator se compromete a adotar medidas com vistas a evitar a repetição das infrações que justificam a iniciação do processo, prevendo o pagamento de uma multa, que é revertida, totalmente, a favor do aperfeiçoamento e desenvolvimento do mercado de capitais nacional e do aperfeiçoamento das atividades de autorregulação da BSM. A proposta de acordo é aceita ou rejeitada pelo Conselho de Supervisão.

• **ANBIMA** (Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais). Associação que representa as instituições que atuam nos mercados financeiros e de capitais, reunindo mais de 340 instituições (bancos comerciais, múltiplos e de investimento, gestores de recursos, corretores, distribuidoras de valores mobiliários e consultores de investimento). Atua como regulador privado, ao criar e supervisionar os Códigos de Regulação e Melhores Práticas, e divulga publicamente suas estatísticas relacionadas com a supervisão de mercados (autorregulação), informando os casos julgados e as medidas adotadas (cartas de orientação, multas objetivas, cartas de recomendação, acordos de compromisso, carta de advertência e exclusão do quadro de membros) e os acordos de compromisso firmados.

A condição da ANBIMA como autorregulador é reconhecida pela CVM, que firmou dois convênios com a associação.

- **ANCORD** (Associação Nacional dos Corretores e Distribuidores de Títulos e Valores Mobiliários, Câmbio e Mercadorias). A atividade de agente autônomo de investimento exige a credibilidade prevista por parte de entidades autorizadas pela CVM. A ANCORD é reconhecida pela CVM como entidade acreditadora, ao ter uma estrutura adequada e capacidade técnica para o cumprimento das obrigações previstas na Instrução 497/11 da CVM, e por possuir uma estrutura de autorregulação com capacidade técnica e independência. Também atende a outras características exigidas pela regulação: existência de código de conduta, fiscalização de cumprimento deste código pelos agentes autônomos acreditados, realização de exames de qualificação técnica, instituição de propaganda de educação continuada, e sanção das infrações ao código de conduta profissional.

Também no caso colombiano e brasileiro, em alguns outros países como Chile, Equador ou Honduras, existem Órgãos Auto-reguladores com certas competências no âmbito disciplinar. Assim, no Chile, o Autorregulador, representado pelos Comitês de Autorregulação das Bolsas de Valores, goza de faculdades sancionadoras conferidas em seus respectivos Regulamentos, que aplicam nos casos que cheguem a seu conhecimento devido ao de não cumprimentos das obrigações dos intermediários de valores membros das respectivas Bolsas. As sanções aplicáveis podem ser censuras, multas até uma quantia determinada, ou revogação da condição de membro da Bolsa.

Em Honduras, a Bolsa Centro-americana de Valores (BCV) atua como autorreguladora dos participantes do mercado de valores que para tal fim conta com um regime de sanções aplicáveis às pessoas físicas ou jurídicas que direta ou indiretamente participam no mercado de valores, quando infringirem os princípios e disposições previstos em Lei, seus Regulamentos, Regulamento Interno da BCV, o Código de Ética da BCV e da Câmara Hondurenha de Casas de Bolsa, e outras disposições legais que emita a CNBS, o Banco Central de Honduras ou a BCV. De forma similar, o Equador conta com as Corporações Cívicas, Bolsas de Valores de Guayaquil e Quito, como órgãos de autorregulação dos participantes do mercado de valores.

Na Costa Rica as Bolsas de Valores, por disposição legal, têm poderes sancionadores. Por isso devem aplicar o procedimento administrativo previsto na normativa do Direito público e os princípios gerais do direito administrativo. E também, os referidos poderes não limitam o poder da Superintendência Geral de Valores de atribuir-se o conhecimento dos casos, como somente comunicar às Bolsas de Valores.

## 2.4. Outras formas de garantir a proteção do investidor e o cumprimento normativo nesta matéria. Acordos

Cabe à possibilidade de conseguir o fim perseguido pela normativa do mercado de valores a proteção dos interesses dos clientes, resolvendo os incumprimentos de forma distinta à tramitação de um expediente administrativo sancionador através de acordos com o infrator. Isto permite ao Supervisor uma solução efetiva das infrações, reduzindo assim o custo do procedimento. Porém, o êxito destes acordos alternativos na tramitação de um procedimento, independentemente do sistema legal que nele se contemplam, requer que o Supervisor seja independente. Deve ter uma reputação de credibilidade e não deve dar a impressão de desconfiança geral e afetar as instituições do governo, devendo contar com um histórico de sucessos em casos anteriores que seja atrativo para o infrator chegar a um acordo.

Da mesma forma, a aplicação das medidas alternativas de proteção do investidor requer o cumprimento de algumas condições prévias para que o Regulador possa optar por sua aplicação, tais como a infração cometida não tenha afetado aos interesses gerais ou a transparência e integridade do mercado, que a entidade adote medidas para resolver a conduta infratora ou de se ressarcir o prejuízo causado ao investidor.

Porém, para que estas medidas administrativas sejam apropriadas, como IOSCO ou as autoridades europeias indicam que tem de ser, entendendo por tais eficazes e dissuasórias, as medidas que se adotam diante dos não cumprimentos da normativa devem ter caráter público. Neste sentido, as medidas alternativas à abertura de um procedimento sancionador que cabe adotar podem fazer acordos entre o supervisionado e o investidor ou entre o supervisionado e o supervisor.

As legislações dos países participantes neste estudo não contemplam como medida alternativa um procedimento disciplinar ou acordos entre supervisionado e investidor, à exceção de Costa Rica, onde é viável a existência destes acordos entre regulados e investidores que conduzem o arquivo dos procedimentos disciplinares, sempre e quando se dá entrada antes que se emita a resolução sancionadora. No Panamá, por exemplo, onde a norma contempla a possibilidade de que a Superintendência não inicie um procedimento sancionador ou ordene seu arquivo, nos casos de infrações que caracterizam o não cumprimento por parte dos sujeitos fiscalizados de seus deveres para com os clientes ou investidores, uma solicitação por escrito das partes envolvidas e fundamentada para uma possível conciliação ou em uma desistência do cliente ou investidor afetado, será viável como alternativa quando não se caracterize em dano material ao mercado.

Nos demais países, onde este tipo de acordo entre supervisionado e investidor não é uma alternativa ao procedimento disciplinar, certamente uma ocorrência pode influenciar, em diferente medida, no início dos procedimentos disciplinares ou proces-



sos que já estão em tramitação. Assim, no Chile, os acordos entre investidor e participante são discutidos no momento de decidir a abertura de um procedimento sancionador, ou no momento de resolver os procedimentos já iniciados. Em outros países, como El Salvador ou Peru, não se leva em conta nem se prevê a existência deste tipo de acordos no âmbito dos trabalhos das autoridades do mercado de valores. Nos processos que desenvolvem as autoridades de defesa do consumidor, a eles sim cabe a possibilidade de eximir de responsabilidade ao fornecedor do serviço financeiro de concluir um procedimento sancionador por possível vulnerabilidade dos direitos dos consumidores, em caso de existir acordos entre intermediário financeiro e consumidor. Porém, sempre que a irregularidade cometida afete um interesse individual e não coletivo, neste último, não seria possível arquivar o procedimento disciplinar.

Por último, nas jurisdições como Espanha, México ou Peru, não sendo viável incluir estes acordos nos trabalhos das próprias Comissões ou Superintendências, pode ser considerado como atenuante no procedimento disciplinar que o infrator acredite haver ressarcido os prejuízos causados.

As normas em geral dos acordos de conciliação, que poderiam chegar ao conhecimento dos investidores e entidades, não determinam a não abertura de um procedimento sancionador ou seu arquivamento. Mas, no caso de que esteja tramitando o processo, sendo a atribuição dos supervisores de garantir o cumprimento da legislação do mercado de valores, especificamente quando os referidos não cumprimentos afetem os interesses gerais ou coletivos, estes acordos, se existissem, influenciariam uma jurisdição ou outra.

O segundo tipo de acordo entre o supervisionado e o supervisor e, quanto a sua capacidade de ser considerada como medida alternativa ao início de um procedimento disciplinar, caso existir, a postura dos países participantes não é uniforme. Nos países como Bolívia, Colômbia, Equador, El Salvador, Guatemala, México, Paraguai, República Dominicana ou Uruguai, este tipo de acordo não tem grande influência no início do procedimento disciplinar ou em seu arquivo. Caso que já foi iniciado em outras jurisdições, sim, tem influência no âmbito sancionador. Esta influência varia de um país a outro. Por exemplo, a influência é mínima nos países como Chile, onde não é possível arquivar um procedimento disciplinar em virtude de um acordo entre supervisor e supervisionado, mas contam e podem ponderar com a colaboração efetiva dos participantes na solução das controvérsias com os investidores. Na Espanha se tem como critério de dosimetria punitiva, neste caso, uma importância atenuante o fato de que o infrator colabore com o Supervisor fornecendo elementos ou dados relevantes para o esclarecimento dos atos investigados.

A pesar de que na Espanha e no Peru estes acordos, como norma geral, carecem de influência no início ou na tramitação de um procedimento sancionador, os supervisores de ambos os países podem, caso a infração cometida seja caracterizada como leve, abster-se de iniciar um procedimento disciplinar, sempre que:

- no momento de detectar a infração por parte da SMV do Peru, tiver sido revertida ou sanada ou quando não for cumprida, medidas corretivas ordenadas pela Superintendência referente aos atos de pouco significado e sem repercussão no mercado, sendo esta circunstância considerada como antecedente diante de possível não cumprimento futuro do supervisionado.
- Na Espanha se adotam as medidas oportunas para evitar a continuidade ou reincidência de conduta, se indenizam os prejuízos patrimoniais causados aos investidores afetados quando são identificáveis, e se justifique por completo o cumprimento de ambas as previsões. Essa possibilidade supostamente em que uma infração leve seja referente ao não cumprimento no marco de uma relação de clientela das normas de conduta previstas na LMV e não afete a conduta de forma significativa aos interesses públicos protegidos por essa referida lei. A exigência do cumprimento e a credibilidade serão avaliadas pela CNMV para que os resultados a considerar sejam totalmente satisfeitos nos seus objetivos de supervisão.

Porém, em outros países como Brasil ou Panamá, os acordos entre supervisor e supervisionado encontram-se amplamente regulados em suas normas.

Assim, no Brasil, com a CVM, o procedimento administrativo instaurado para a verificação de infrações da legislação do mercado de valores pode ser suspenso em qualquer fase se o interesse público o permitir e se o investigado ou acusado assinar um acordo de compromisso, em que se obrigue a:

- 1) parar a prática de atividades ou atos considerados ilícitos pela CVM; e
- 2) corrigir as irregularidades apontadas, inclusive indenizando os prejuízos.

Este compromisso não significa confissão dos atos, nem o reconhecimento da conduta ilícita analisada, mas deverá ser publicado no Diário Oficial da União, apresentando um prazo para o cumprimento das obrigações eventualmente assumidas, e constituirá título extrajudicial. Se as obrigações não forem cumpridas no prazo, o processo suspenso terá continuidade.

As propostas de Acordos de Compromissos (TC) são analisadas pelo Comitê composto por Superintendentes de varias áreas da CVM, que opinam pela aceitação ou não do Acordo. A palavra final de aceitação ou não do acordo cabe ao Conselho ou Diretoria da CVM (órgão que reúne a Presidência e aos quatro Diretores).

No Panamá, também a LMV, no caso que haja acordo entre supervisionado e supervisor, contempla a possibilidade de assinar um Acordo de Finalização Antecipada do Processo ou de aplicar um processo sancionador simplificado. No Acordo de Finalização Antecipada, o Superintendente poderá finalizar um procedimento sancionador antecipadamente quando a parte investigada solicitar iniciar um processo de negociação com a Superintendência para determinar o tipo e o montante da sanção a ser imposta. Esta solicitação deve ser apresentada antes da notificação. As regras que regem estes Acordos são:

- 1) O Superintendente ou o representante designado representará à Superintendência nas negociações.
- 2) As negociações e a resolução que resolva a investigação estão sujeitas a reserva, porém, a sanção imposta será de conhecimento público e deverá ser publicada pela Superintendência.
- 3) A solicitação de uma negociação para a finalização antecipada de um procedimento sancionador não será considerada como uma confissão do investigado sobre sua responsabilidade.
- 4) A colaboração do investigado para a finalização antecipada do processo será considerada como um atenuante da sanção que poderá lhe favorecer.
- 5) Não havendo acordo na negociação, o processo sancionador prosseguirá normalmente.
- 6) Os documentos e declarações apresentadas voluntariamente durante o processo de negociação pelo investigado à Superintendência ou vice-versa, não poderão ser utilizados como evidência dentro do procedimento sancionador por pessoa que conhece o processo ou por quem obteve conhecimento durante a negociação, salvo que posteriormente se obtenham através dos procedimentos.

Referente ao Processo Simplificado se aplica uma vez iniciado o procedimento sancionador, ou o infrator reconhece explicitamente sua responsabilidade. Desta forma, a Superintendência poderá resolver sem mais trâmites com a imposição da sanção que procede, consideração prévia dos critérios de apreciação previstos à LMV ou pela Junta Diretiva. O infrator que reconhece sua responsabilidade na mesma diligência deve apontar as medidas específicas que irá executar para sanar o dano causado como resultado de seus atos.

Na Argentina, com a sanção da Lei do Mercado de Capitais de 29/11/12, prevê um Procedimento Abreviado onde a Comissão Nacional de Valores poderá dispor em qualquer momento, prévio à instrução de sumário, a presença das partes envolvidas em uma investigação para solicitar as explicações que estime pertinentes e também poderá ser discutido sobre as discrepâncias que possam existir sobre os

fatos. Caso os investigados reconheçam expressamente sua responsabilidade sobre as condutas infratoras, o supervisor poderá dispor a conclusão da investigação resolvendo sem mais trâmite a aplicação das sanções que correspondem.

Obviamente, os acordos de âmbito global, como os TC do Brasil ou o Acordo de Finalização Antecipada do Panamá, ou inclusive os Processos Simplificados, podem ser instrumentos mais ágeis para fechar um litígio em tramitação com um procedimento sancionador, oferecendo à sociedade uma resposta muito mais rápida que a oferecida por um procedimento que, entre o prazo de tramitação e o dos recursos, pode durar vários anos. Além disso, quando os supervisores não têm como ressarcir os prejudicados pelo não cumprimento de normas de conduta, estes acordos, assim como para o caso de infrações leves da Espanha, servem para que os clientes prejudicados pelo não cumprimento das normas de condutas, sempre quando identificados, sejam ressarcidos pelo infrator intermediário pelos danos ocasionados.

Por outro lado, algumas jurisdições são contempladas pela possibilidade de adotar medidas de caráter preventivo, mediante observações feitas durante a análise de conduta que atentam à proteção dos investidores, a fim de evitar, limitar ou deter os prejuízos para os afetados. No Chile, para deter ou prevenir os prejuízos aos investidores, a normativa faculta à Superintendência suspender a emissão de valores dos emissores insolventes ou suspender à oferta, cotação ou transação de valores, se assim for a exigência do interesse público ou a proteção dos investidores. Na Costa Rica é possível impor às entidades fiscalizadas medidas cautelares em caso de grave desordem do mercado ou para evitar danos de difícil reparação aos investidores, por um prazo máximo de dois(2) meses, tais como a suspensão temporal de cotações das bolsas ou da negociação de determinados valores, a exclusão temporal da negociação de determinados valores, o fechamento do estabelecimento ou a suspensão da publicidade ou propaganda realizada em contra-venção de sua norma.

No Brasil, a Lei do Mercado de Valores permite à CVM suspender a emissão ou distribuição irregular, em caso de ser considerada fraudulenta ou ilegal, inclusive caso ocorra depois do registro ou se a oferta de lançamento, promoção ou publicidade dos valores são realizadas nos termos diferentes dos que figuram no expediente ou com informação falsa, materialmente inexata ou fraudulenta. Estas medidas não constituem um *numerus clausus*, e cabe a possibilidade de adotar outras medidas diferentes às já mencionadas.

Em El Salvador, somente é possível adotar medidas preventivas<sup>39</sup> quando seja vulnerável a proibição de captação de fundos do público sem autorização, neste caso, será iniciado de imediato o juízo administrativo correspondente, devendo prestar conta ao Fiscal Geral da República do fato investigado, e cabendo ao Superintendente dar ordem de suspensão das operações de captação de fundos e denunciar o fato em jornais de circulação nacional, afirmando desta forma as prevenções dos mesmos.

Na Espanha, a CNMV pode fazer acordo como medida cautelar no transcurso de um expediente sancionador, ou como medida no exercício do poder sancionador, sempre que seja necessário para a eficaz proteção dos investidores ou o correto funcionamento dos mercados, requerer o paro de toda prática contrária à normativa, exigir a proibição temporal para exercer a atividade profissional, adotar qualquer tipo de medida para garantir de que as pessoas e entidades submetidas a sua supervisão cumpram com as normas aplicáveis ou com os requerimentos de sub-sanar as correções realizadas, acordar a suspensão ou limitação do tipo ou volume das operações ou atividades que as pessoas podem realizar no mercado de valores, e acordar a suspensão ou exclusão de negociação de um instrumento financeiro, medidas que serão mantidas enquanto permaneça a causa que tem motivado. Estas medidas poderão ser públicas, a menos que sua divulgação possa comprometer em grave risco os mercados de valores ou causar um prejuízo desproporcionado às pessoas afetadas.

Na Guatemala, o Registro do Mercado de Valores e Mercadorias tem o direito de solicitar aos tribunais, quando há indícios racionais suficientes que poderá causar graves danos aos investidores, a adoção de medidas cautelares, tais como o embargo de contas bancárias, a intervenção da empresa, a retenção, o embargo de bens imóveis, a anotação de demanda sobre bens imóveis no Registro Geral de propriedade, entre outros.

Para concluir, destacar que as legislações podem contemplar a possibilidade de que o supervisor adote medidas que tenham como finalidade, uma vez caracterizados os prejuízos para os investidores, a reparação dos mesmos, ou neste caso, facilitar tal reparação. Assim, na Bolívia, a Lei do Mercado de Valores aponta que, sem prejuízo das sanções administrativas, toda pessoa que infrinja as disposições legais e que cause dano a um terceiro, obriga-se a indenizar os prejuízos ocasionados. Encontrando-se dentro das funções do órgão supervisor não somente a aplicação das sanções, mas também a instrução ao supervisionado de adotar as medidas corretivas ou reti-

---

**39.** Segundo o artigo 42 da Lei de Supervisão e Regulação do Sistema Financeiro, tem poder para aplicar diferentes medidas preventivas, caso um integrante do sistema financeiro mostre dificuldades para cumprir as relações técnicas que lhes são exigíveis, ou exibam um deficiente manejo dos riscos que possam afetar seu nível de liquidez, solvência ou integridade dos mercados. O anterior é sem prejuízo de aplicar o estabelecido nas respectivas leis.

ficadoras, e aquelas situações em que corresponde dispor a reposição ou restituição da situação jurídica de um processo administrado, cliente ou usuário de serviços financeiros que sofreu uma discriminação por um fato pelo qual não participou, o que não implica querer resolver controvérsias de natureza privada.

Na República Dominicana ocorre algo semelhante, onde as pessoas físicas ou jurídicas que infringem as disposições contidas na lei, no regulamento e nas normas que dite a Superintendência de Valores, ocasionando danos a terceiros, estarão obrigadas a indenizar por danos e prejuízos para a pessoa afetada, o que não impede, em nenhum caso, a aplicação das sanções administrativas ou penais que pudessem lhe corresponder. Em países como Honduras, as pessoas físicas ou jurídicas que, como consequência de infringir as normas ocasionarem danos, estarão obrigadas à reposição do dano causado. No Chile, unicamente no caso de infração das normas de informação privilegiada e para efeito de zelar pelos interesses dos terceiros prejudicados, é possível solicitar ao tribunal competente que decrete alguma das medidas preventivas que estabelece a Lei. Na Espanha há possibilidade de solicitar o embargo e congelamento de ativos.

## **2.5. Confidencialidade durante o processo de investigação e sancionador. Interessados nos referidos processos. Publicidade**

Como lógica do poder de inspeção, supervisão e sanção que possuem os Supervisores do mercado de valores, é imprescindível que se estabeleça um dever de sigilo sobre as informações obtidas no exercício deste poder. Estas informações mantidas em sigilo são viáveis para algumas exceções: quando existe um consentimento expresso do interessado, quando a informação seja solicitada por alguma autoridade judicial, ou por Comissões de Investigação do Parlamento.

Porém, o fechamento lógico das premissas, em que se permite a comunicação de dados reservados, que se encontra em poder dos supervisores, seria a imposição do dever de salvaguarda do sigilo da informação à Autoridade administrativa, judicial ou do tipo que seja de quem o recebe. Tal imposição de sigilo não é trivial, pois sempre que segue o estabelecido em uma disposição de cunho legal, sua manifestação pode ser de responsabilidades administrativas (disciplinar no âmbito interno dos próprios funcionários afetados e sancionadora ou externa) e inclusive cíveis ou penais.

Entretanto, o dever de sigilo ou confidencialidade que afeta os processos de investigação e sancionadores, não implica que toda informação tenha caráter reservado, mas somente as que foram obtidas no exercício da supervisão e inspeção.

Da mesma forma, a norma deve prever a difusão de informação ao mercado como meio indispensável para conseguir os propósitos que os supervisores têm encomendado e a transparência do mercado. Assim, devem existir registros de caráter público, difundir fatos relevantes e, finalmente, deve existir a possibilidade de difundir qualquer informação relevante para a cotação dos mercados, a negociação ou o derivado dos poderes de supervisão.

Portanto, levando em consideração a falta de acesso às atuações de supervisão ou investigação, que em forma de atuações previas a decisão do exercício ou não do poder sancionador, esta prática concentra e envolve diretamente o Supervisor e deriva das exigências impostas pela norma referente ao caráter sigiloso das atuações de supervisão e das informações. Resultaria improcedente que pessoa diferente ao próprio investigado e, em caso, posteriormente expedientado, venha a ser o interessado e parte legítima em referidas atuações de comprovação e sanção.

O interesse legítimo é necessário para que haja credibilidade e constitua-se como parte em um procedimento de investigação ou sancionador, para que possa consistir em uma utilidade jurídica materializada para prosperar a investigação ou o expediente em interesses reais. Porém, como norma geral, a imposição ou não de uma sanção, que deriva da iniciação de um procedimento administrativo sancionador sobre a matéria objeto de análises, não produz efeito positivo no âmbito jurídico de um terceiro, nem elimina o peso ou agravamento desse âmbito, sobre tudo levando em conta que os supervisores carecem de competência para dar ordem do ressarcimento pelos danos causados ao investidor, que vem a ser o único prejudicado pelo não cumprimento das normas de conduta. Por tal motivo, os únicos interessados em um processo de investigação ou sancionador serão os investigados, os imputados e seus representantes legais.

Avaliadas as obrigações de confidencialidade a que são submetidos os procedimentos de investigação e sanção, obrigações a que todas as jurisdições participantes neste estudo encontram-se submetidas, assim como às restrições que deverão existir logo a quem se constitui como interessado nos referido procedimento. Devemos nos deter em uma questão que, aparentemente, pudesse parecer contraditória, como indicado até o momento.

Referente à publicidade que deve acompanhar os expedientes sancionadores, é uma questão de vital importância, por ser uma das formas de conseguir que as sanções impostas pelo não cumprimento da normativa de proteção do investidor sejam eficazes, dissuasórias e, também, tenham um efeito ou sirvam de exemplo para os demais participantes e sejam conhecidas por todo o setor.

A publicação dos expedientes sancionadores deve ser produzida em dois momentos processuais diferentes, na abertura ou quando o procedimento já foi concluído. Na maioria dos países participantes neste estudo, a publicidade das sanções é realizada uma vez concluído o procedimento.

Na Argentina e Costa Rica a publicidade é feita na página web do órgão e no mercado onde se desempenha tanto a abertura do procedimento como a resolução pela que foi concluído, independentemente da gravidade, mesmo se a sanção for imposta como resultado absoluto. Na Costa Rica, o supervisor emite um comunicado do fato relevante, no qual se informa ao mercado sobre a abertura e resolução final dos procedimentos.

Nas jurisdições como a brasileira, chilena, paraguaia ou peruana, mesmo tendo como norma geral o caráter reservado da abertura do procedimento sancionador ou das investigações previamente realizadas, cabe a possibilidade de que percam esse caráter em certas suposições. Assim, no Brasil e Paraguai é possível publicar a abertura do procedimento sancionador quando a CVM considera que por interesse geral deve ser informado ao público. No Equador ou Peru, quando se inicia um expediente, a informação vinculada à investigação não é pública até que a resolução que põe fim ao procedimento seja consentida ou tenha passado 6 meses desde que foi iniciado o procedimento sem ter sido emitida a resolução. No Chile, a normativa delega ao Superintendente tornar um histórico público, em princípio reservado caso fosse requerido o interesse dos acionistas ou investidores.

Boa parte dos países analisados no estudo das normas estão previstos para publicação das sanções. Na Bolívia, Guatemala e Honduras, as sanções publicam-se quando for emitida e notificada da respectiva Resolução. Na Bolívia e Guatemala o Órgão Supervisor publica as sanções em sua página web como fato relevante. No caso de Honduras, a própria Resolução define onde e como realizar a publicação.

Em outras jurisdições, como Colômbia, El Salvador, Equador, Espanha, México, Panamá e Peru, as sanções publicam-se quando são consistentes. No caso de Colômbia, México, Panamá e Paraguai, a consistência das sanções refere-se à impossibilidade de apresentar perante a Resolução algum recurso (firmeza judicial). Na Espanha e Peru a consistência das sanções requeridas para publicação é administrativa (ou seja, ainda cabem recursos via judicial).

Cabe mencionar que na Colômbia se aplica o princípio de revelação dirigida. Implica que a Superintendência poderá determinar o momento certo de divulgar a informação naquelas suposições em que a revelação da sanção represente perigo à solvência ou segurança das entidades vigiadas, individualmente ou em seu conjunto.



Na Espanha, as sanções por infrações graves e muito graves, e não as sanções pela comissão de infrações leves, publicam-se no Boletim Oficial do Estado. Também existe um registro público de sanções, na competência da CNMV, disponível na sua página web, onde deve permanecer por um período de 5 anos. Quando a sanção imposta for suspensão, separação, e separação com inabilitação, se fará constar na página de registro da entidade no Registro Mercantil. Finalmente, todas as sanções impostas a pessoas jurídicas deverão ser comunicadas na Junta Geral de Accionistas.

Na República Dominicana atualmente não se publicam as sanções, mas para que sejam oficializadas, estão trabalhando internamente em uma linha de plataforma. Porém, as sanções estão disponíveis para terceiros, com previa solicitação.

Por último, referente ao que abrange o conteúdo da publicação, nos países como Argentina, Chile ou Colômbia, se publica a resolução na íntegra, em outros países como Costa Rica, Espanha, México ou Panamá, somente se publica a parte operacional.

## 2.6. Meios de prova

Os meios de prova são definidos como todos os elementos que podem servir para convencimento do julgador sobre a existência ou não dos fatos alegados pelas partes. No âmbito de procedimento administrativo sancionador, dado que é uma manifestação do "*ius punendi*" do Estado, a princípio deveriam ser utilizados os mesmos meios de prova que no procedimento penal. Os tipos de provas que deverão praticar-se são, basicamente:

- Confissão
- Declarações de testemunhas
- Ditames de peritos
- Documentos públicos ou privados
- Premissas
- Quaisquer outros meios que sejam úteis para confirmar se foram cometidos ou não os atos infratores dos acusados

Em relação a esta questão, todos os países participantes neste estudo coincidem que, em suas jurisdições é possível utilizar todos os meios de provas admissíveis em direito, que devem ser apreciados de acordo com as regras do senso crítico, sendo rejeitáveis somente aqueles que resultam improcedentes, desnecessários ou contrários à moral, à ordem pública e ao direito, tais como as provas obtidas com violação de direitos fundamentais, especialmente o direito à intimidade.

Na Argentina, durante a etapa sumária, os meios de prova admissíveis são a prova testemunhal, as perícias técnicas, a prova de informes e a declaração do sumariado, não se encontrando entre as provas admissíveis as de suposições ou indiciária. O mesmo ocorre no Equador e Honduras, onde a única prova admissível no procedimento administrativo sancionador é a documental, mesmo que seja possível pedir declaração a qualquer pessoa que tenha conhecimento de algum fato que se pretende aclarar em relação a alguma operação, daquelas realizadas pelas instituições supervisionadas. No Equador, no procedimento administrativo sancionador, as provas são documentais, tais como documentos públicos ou privados, os ditames de peritos e no caso da confissão judicial, através de autoridade judicial competente.

Na Espanha, os fatos constatados no exercício de suas funções de supervisão e inspeção pelo pessoal da CNMV, devidamente autorizado pelo seu Conselho, terão valor probatório (presunção *iuris tantum*) sem prejuízo das provas que em defesa de seus respectivos direitos ou interesses sejam apontadas ou fornecidas pelas pessoas ou entidades interessadas.

Como mencionado anteriormente, no procedimento administrativo sancionador rege a suposição de inocência, o que significa que não se pode sancionar a um expedientado se não se respeita de forma confiável, a comissão da infração. Neste sentido, a carga da prova recai para quem apreende a infração, isto é, no supervisor.

### 3. SANÇÕES

#### 3.1. Tipos de infrações. Elementos distintivos dos tipos

A proteção do investidor é entendida em num sentido mais amplo: começa com o processo de autorização dos intermediários financeiros, momento em que o supervisor deve garantir que sejam cumpridos os requisitos que permitam presumir que a entidade, entendendo como tal, uma pessoa física ou jurídica, poderá enfrentar com segurança os compromissos que deve assumir com seus clientes para continuar com a vigilância e supervisão do cumprimento normativo pelas entidades habilitadas, assim como o registro dos produtos de investimento por eles comercializados. Em cada uma destas etapas, as entidades podem não cumprir a normativa vigente cometendo infrações que podem atentar contra a proteção do investidor.

Estas infrações podem estar relacionadas, no amplo sentido exposto, com as seguintes condutas:

- A realização de atividades reservadas às empresas de serviços de investimento sem autorização prévia ou a realização de atividades diferentes daquelas que a entidade está autorizada.
- A negativa ou resistência à atuação supervisora ou inspetora do Supervisor.
- A realização de ofertas públicas de venda ou subscrição de valores sem folheto informativo prévio.

Porém, no sentido mais estrito, a proteção do investidor será formalizada para evitar conflitos de interesses entre os investidores e os intermediários, ou entre os investidores de um mesmo intermediário, e obter e dar informação suficiente aos investidores pelos intermediários a fim de adequar o produto ofertado ao perfil investidor do cliente, desta forma possa conhecer todas as características do produto assim como a evolução de seu investimento. A partir deste ponto de vista, as infrações que pode ser consideradas típicas de proteção do investidor são referentes aos seguintes aspectos de não cumprimentos:

- A falta de medidas ou políticas de gestão de conflitos de interesses, ou, em caso de sua derrogação.
- Não informar aos clientes adequadamente, em todo momento, sobre a entidade e os serviços que presta, os instrumentos financeiros ofertados, os gastos e custos associados ao serviço de investimento que presta, os riscos dos instrumentos financeiros, assim como sobre a evolução de seus investidores.
- Não obter dos clientes informação suficiente sobre seus conhecimentos financeiros, sua experiência como investidor e objetivos de investimento que permita à entidade determinar se o investimento proposto é adequado ou não ao perfil investidor do cliente.

Estas normas de proteção do investidor, no sentido estrito, geralmente se denominam normas de conduta. Os textos normativos dos 17 países participantes no estudo reúnem normas de conduta, mas nem todos têm a mesma amplitude e formalização, nem em todas as jurisdições se controla por igual o cumprimento destas normas. Neste sentido, alguma destas jurisdições, tais como Argentina<sup>40</sup>, Chile, Colômbia<sup>41</sup>, Brasil, El Salvador<sup>42</sup>, Espanha, México, Panamá, Peru e Uruguai, recentemente fize-

---

**40.** Em 29 de novembro de 2012, na Argentina, foi aprovada a nova Lei de Mercado de Capitais, que prevê em forma explícita em seus artigos 1º e 19 como um de seus objetivos primordiais a proteção ao investidor.

**41.** Existem infrações por vulnerabilidade:

- Dos princípios orientadores da proteção do consumidor financeiro
- Dos direitos dos consumidores financeiros
- Das obrigações das entidades vigiadas e seus administradores e funcionários
- Quaisquer outras normas de proteção ao consumidor

**42.** A lei de supervisão e regulação do sistema financeiro, vigente desde 2 de agosto de 2011, incorporou novos requisitos de conduta na forma que deveriam conduzir seus negócios, atos e operações.

ram modificações regulatórias a fim de incrementar ou atualizar estas normas, enquanto que em outros países como Bolívia, Equador, Honduras, Panamá, Paraguai ou República Dominicana<sup>43</sup>, esta atualização ainda está pendente.

Porém, na hora de tipificar o não cumprimento das normas de conduta, todas as jurisdições atendem a diversos critérios, a fim de determinar a gravidade da conduta infratora cometida. Em países como Costa Rica, Equador, Espanha, Paraguai ou Peru, as infrações cometidas são qualificadas como muito grave, grave ou leve.

No momento de fazer esta distinção, o tipo de infrator deve incluir elementos que permita a qualificação da conduta e determinar a razão do por que uma conduta é mais grave que a outra. Estes elementos podem ser diversos, por se tratar de normas que têm por finalidade a proteção dos interesses dos investidores, parece lógico que os elementos utilizados para determinar a gravidade da conduta estejam relacionados com os investidores, como exemplo, o prejuízo causado aos clientes, danos a seus interesses, ou o número de clientes afetados pela conduta infratora.

No Equador, o dano aos interesses dos participantes é o elemento que se leva em consideração para distinguir entre infrações leves, graves e muito graves, sendo as infrações leves as que não causam ou se tornam de forma leve os referidos interesses, as graves são as que causam perigo ou lesões graves, e as muito graves ocasionam danos gravíssimos ou enormes.

Na Espanha existia um tipo básico grave e um tipo qualificado muito grave, cuja distinção é determinada pelo prejuízo causado aos clientes. A partir da modificação legislativa introduzida na LMV em março de 2011, o tipo básico passou a ser o muito grave, não cumprimento das normas de conduta, a forma grave passou a ser do tipo reduzida, quando a não observância da norma seja ocasional ou isolada, incluindo-se um novo tipo residual leve para aquelas suposições em que o não cumprimento das normas de conduta seja peculiar. Em março de 2011, desaparece como elemento típico de agravante da conduta o prejuízo causado aos clientes, incluindo-se, a partir desse momento, como elemento distintivo entre um e outro tipo infrator, que vem a ser o número de clientes afetados pela conduta do intermediário.

### 3.2. Sanções. Tipos de sanções

O “enforcement” ou cumprimento efetivo deve incorporar, necessariamente, sanções

---

**43.** O Poder Executivo promulgou mediante o No. 664-12, o Regulamento de aplicação da Lei de Mercado de Valores. Para o ano 2013 está previsto apresentar ao Congresso a modificação da Lei do Mercado de Valores.

dissuasórias, eficazes e previstas, sem estes elementos o processo não consegue nenhum resultado final significativo. A aplicação regulatória deve fazer uso de sanções penais e não penais, administrativas e cíveis, dependendo do sistema legal no que convergem ou não ambos os tipos de sanções.

O ideal é que exista a possibilidade de impor tanto sanções administrativas, cíveis e penais, isso por que naquelas jurisdições onde não são cumpridas as normas do mercado de valores, eram tipificadas como delito. Foi observado que devido ao supervisor não ter competência para processar o referido delito, deve passar o caso à autoridade penal que, normalmente, tem outro tipo de procedimentos em andamento, geralmente de maior gravidade que os não cumprimentos relacionados com o mercado de valores. Também, em muitos casos, os juízes e fiscais carecem de conhecimentos específicos necessários para proceder com sucesso os delitos financeiros.

Embora posteriormente seja avaliada a capacidade de impor sanções penais pela comissão de determinados delitos relacionados com o não cumprimento da normativa do mercado de valores, nesta seção serão analisadas apenas as sanções administrativas que podem ser impostas nas jurisdições participantes neste trabalho. Neste sentido, é tão importante o mecanismo para a imposição de sanções, como também o tipo de sanções que pode ser impostas. Qualquer que seja o sistema legal, é importante que o supervisor tenha a sua disposição uma ampla gama de sanções incluídas, geralmente, sanções de caráter econômico.

As avaliações de IOSCO<sup>44</sup> mostram que a falta de amplos poderes sancionadores é uma debilidade comum em todas as jurisdições, principalmente referente ao estabelecimento de sanções econômicas que, por seu montante, não cumpre com sua finalidade dissuasória, resultando em mais benéficos. Em alguns casos, a comissão da infração, devido ao montante da multa a impor, pode resultar inferior ao benefício obtido com a comissão da infração.

Em todos os países participantes do estudo podem ser impostas, pela comissão de infrações, sanções diversas que vão desde admoestações públicas e privadas, verbais e escritas, multas econômicas, suspensões de atividade por longos períodos, até o cancelamento ou revogação definitiva da licença para atuar no âmbito do mercado de valores. Assim ocorre nos países como Argentina, Bolívia, Brasil, Chile, Colômbia, Costa Rica, El Salvador, Espanha, Guatemala, Panamá, Paraguai, Peru, República Dominicana ou Uruguai.

Em algumas destas jurisdições, também está prevista a sanção de desqualificação,

---

44. [www.iosco.org](http://www.iosco.org)

sanção que somente é aplicável a pessoas físicas, motivo pelo qual também é possível nestas jurisdições sancionar os membros do Conselho de Administração ou diretório, caso da Argentina, Brasil, Colômbia, El Salvador, Equador, Espanha, Paraguai e Peru.

A competência do Supervisor para sancionar aos membros do Conselho de Administração ou diretores da entidade infratora, responsáveis pela infração cometida, não é uma questão trivial. O efeito dissuasório que se pretende com o início de um procedimento sancionador, e a posterior imposição de sanções, aumenta consideravelmente quando é possível sancionar as pessoas físicas responsáveis que, afinal são as que adotam as decisões nas pessoas jurídicas. Porém, nem todas as jurisdições participantes neste estudo possuem tal competência. Assim, em países como Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, Equador, El Salvador, Espanha, Guatemala, Honduras, México, Panamá, Paraguai e Peru, é possível iniciar expediente administrativo sancionador aos administradores e gerentes da entidade infratora que são responsáveis pela infração cometida. No caso da Bolívia, o supervisor não goza de tal competência, já que o poder sancionador do órgão de supervisão abrange somente as pessoas jurídicas e pessoas físicas sujeitas à inscrição nos registros do mercado de valores e, portanto, o procedimento administrativo sancionador será conduzido à entidade que incorre em possíveis não cumprimentos, não podendo chegar até o nível da direção (Diretório) ou executivo (gerências) da sociedade, responsáveis por sua gestão diretamente perante os acionistas da sociedade.

Por último, prosseguindo com o efeito dissuasório das sanções impostas, é importante que as sanções econômicas não sejam de montantes fixos e, que para sua quantificação se adotem critérios variáveis relacionados com a infração cometida, por exemplo, com o benefício obtido com a comissão da infração, os fundos totais utilizados na comissão da infração, com o prejuízo causado ou evitado, com os recursos próprios da entidade infratora, ou com quaisquer outras referências que permitam adaptar a multa e impor de acordo a magnitude e características próprias do não cumprimento que deve ser sancionado. Esses critérios estão previstos na legislação de países como Argentina, Brasil e Espanha.

As sanções econômicas fixas podem resultar claramente inferiores a qualquer destes critérios, sobretudo ao benefício obtido com a comissão da infração, como consequência resultaria em caráter dissuasório, desta forma pode resultar em ter mais benefício ao cometer a infração do que cumprir com as normas.

Por último, prosseguindo com o efeito dissuasório das sanções impostas, é importante que as sanções econômicas não sejam de montantes fixos e, que para sua quantificação se adotem critérios variáveis relacionados com a infração cometida, por exemplo, com

o benefício obtido com a comissão da infração, os fundos totais utilizados na comissão da infração, com o prejuízo causado ou evitado, com os recursos próprios da entidade infratora, ou com quaisquer outras referências que permitam adaptar a multa e impor de acordo a magnitude e características próprias do não cumprimento que deve ser sancionado. Esses critérios estão previstos na legislação de países como Argentina, Brasil e Espanha.

As sanções econômicas fixas podem resultar claramente inferiores a qualquer destes critérios, sobretudo ao benefício obtido com a comissão da infração, como consequência resultaria em caráter dissuasório, desta forma pode resultar em ter mais benefício ao cometer a infração do que cumprir com as normas.

Isto ocorre nos países como Paraguai, onde a multa é equivalente a 200 salários mínimos mensais estabelecidos para trabalhadores de atividades diversas não especificadas (75.083 dólares); no Peru, a multa não pode ser menor que 1.403 dólares nem superior a 421.153 dólares<sup>45</sup>; na República Dominicana, as sanções administrativas de caráter quantitativo oscilam entre 50.000 pesos dominicanos (aproximadamente 1.277 dólares) até 1 milhão (25.543 dólares). No Uruguai, a jurisdição em que a multa básica não pode ser inferior a 5.000 unidades indexadas (619 dólares), a multa diária de 1.000 unidades indexadas (124 dólares), se não forem cumpridas as instruções particulares em tempo e formas, 50.000 unidades indexadas (6.195 dólares) e se a infração for continuada no tempo, se acrescentará em função do tempo decorrido.

Na Europa, também foi detectado que as legislações de alguns países membros da União Europeia contemplam um topo máximo para as sanções de tipo pecuniário que, dependendo das características e magnitude das infrações cometidas, poderiam resultar pouco dissuasórias. Por esse motivo, atualmente está sendo discutido um Regulamento Comunitário de MiFID (diretiva comunitária que harmonizou na Europa a normativa sobre proteção do investidor), que será obrigado a elevar esse topo máximo naqueles países que o contemplam em sua normativa interna, para evitar que esses topos possam trazer como consequência o desaparecimento do efeito dissuasório, o qual necessariamente toda sanção deve ter, neste caso, a sanção administrativa.

Além disso, é comum que a comissão de infrações que vela pelas normas de pro-

---

**45.** A Lei do Mercado de Valores do Peru estabelece que as multas que se apliquem por infrações à regulação sobre o mercado de valores serão não menores a 1 UIT nem maiores de 300 UIT. Cabe considerar que a Unidade Impositiva Tributaria (UIT) é um valor determinado pelo poder público, que pode ser atualizado anualmente. No ano 2012, o valor de 1 UIT corresponde a 3.650 Nuevos Soles, que em uma taxa de câmbio de 2,60 por dólar, equivale a 1.403,8 dólares..

teção dos investidores, paralelamente imponha uma multa de caráter econômico. Em algumas jurisdições foram impostas outros tipos de sanções no lugar do caráter pecuniário. Na Argentina, em uma ocasião, foi sancionado este tipo de não cumprimento com intimação. No Chile, com censura, sempre que não tenha ocasionado prejuízos e/ou quando o expediente não tenha sido originado de denúncias de investidores afetados. Na Colômbia, com admoestações em casos de não cumprimento dos deveres de informação aos investidores, levando em conta a gravidade da conduta. Na Costa Rica, em alguns casos, é a suspensão ou limitação do tipo ou volume das operações ou das atividades que pode realizar o infrator no mercado de valores por um ano e em outros, admoestações privadas.

### **3.3. Independência do Supervisor. Destino e cobrança das sanções de multa**

Uma das qualidades básicas que deve caracterizar a qualquer órgão supervisor do mercado de valores é seu caráter independente, mesmo quando isto seja difícil de obter. A independência do órgão gera credibilidade na instituição e confiança em suas decisões, elementos fundamentais sobre atualmente, onde o descrédito e desconfiança das instituições do Estado seguem em progressão ascendente.

Esta independência, também no exercício de outras funções típicas dos órgãos reguladores e supervisores, é básica no exercício do poder sancionador. Somente um órgão independente pode atuar com equidade e justiça na hora de exercer o poder punitivo do Estado, que tem em seu domínio os procedimentos sancionadores, alguns dos quais podem finalizar com sanções muito importantes que afetam o âmbito patrimonial e de reputação dos infratores sancionados, evitando cometer qualquer tipo de arbitrariedade. Neste sentido, um dos elementos que podem indicar ao cidadão o nível de independência do órgão é o destino das sanções pecuniárias impostas, mesmo quando for dada uma resposta adequada de qual seja o destino idôneo, não é muito simples. Se o arrecadador for o próprio supervisor, o cidadão poderia pensar que aquele esteja interessado em impor a multa, onde quanto mais multas melhor, e se pelo contrário a arrecadação for direta ao Tesouro Público, poderia interpretar-se que o governo poderia estar interessado em que a atividade do supervisor fosse eminentemente sancionada com o propósito eminentemente arrecadatário.

Prova desta controvérsia é que em 8 dos países analisados no estudo: Bolívia, Brasil, Chile, Colômbia, Costa Rica, El Salvador, Espanha e México, o destino final que se dá às multas impostas pela comissão de infrações administrativas é o Tesouro Público, enquanto que nos outros oito: Argentina, Equador, Guatemala, Panamá, Paraguai, Peru, República Dominicana e Uruguai, as multas passam a fazer parte do orçamen-



to do supervisor. No Equador, para ter um fundo administrado pela própria Superintendência destinado à promoção do mercado de valores e à capacitação técnica e profissional dos funcionários, empregados e operadores das entidades reguladas pela Lei do mercado de valores. No Panamá, para a execução exclusiva de programas de educação aos investidores; e na Guatemala, 50% para gastos de investimentos e funcionamento do supervisor, e outro 50% para o fomento de projetos de formação e capacitação em cultura bursátil e financeira ao pessoal do Registro, à cidadania, e para qualquer outra atividade derivada ou complementar que tenha como objetivo o ordenamento e difusão do mercado de valores e mercadorias.

Menção especial merece destacar para Honduras, jurisdição em que os valores das multas se arrecadam em um lugar ou outro dependendo do caráter do sancionado. Assim, se os sancionados são instituições do sistema financeiro, a quantia da multa será arrecadada em uma conta em nome do Fundo de Seguros de Depósitos no Banco Central de Honduras. Por outro lado, o restante dos sancionados pela comissão de infrações do mercado de valores, arrecadará o valor das multas na Tesouraria Geral da República.

O momento a partir do qual surge para o sancionado a obrigação de efetuar o pagamento da sanção, também difere de um país a outro. Em El Salvador, Espanha, Panamá ou Paraguai é exigível o valor da multa desde que a Resolução que impõe ganhe firmeza administrativa, enquanto em El Salvador, Espanha e Paraguai, o infrator tem um prazo para pagar em período voluntario (normalmente 30 dias a partir do recebimento da notificação), no Panamá o pagamento é efetuado no ato uma vez confirmada a decisão.

Na Colômbia, a obrigação de pagamento surge a partir da confirmação do ato administrativo que impôs a sanção (exequibilidade), ou seja, quando contra o ato administrativo não procede nenhum recurso, quando os recursos interpostos foram decididos, quando se arquivam recursos, quando se renuncie expressamente a eles, quando ocorrer prescrição, ou quando se aceitam retiradas

Porém, em outras jurisdições a obrigação de pagamento surge de forma imediata perante a notificação da resolução sancionadora. Assim ocorre na Argentina, Honduras, Bolívia, país este no qual o sancionado deve juntar o comprovante de depósito do pagamento da sanção se pretende interpor recurso contra a resolução sancionadora, ou na Costa Rica onde a interposição dos recursos não interrompe a execução dos atos, mesmo quando seja para evitar inconvenientes, a execução fica sujeita à confirmação do ato, a menos que existam situações especiais que requeiram uma execução imediata.

No Brasil e Chile, uma vez notificada a resolução sancionadora ao infrator, se este não interpuser recurso contra a Resolução sancionadora dentro do prazo legal, a multa se faz exigível gozando a mesma Resolução de força executiva. Porém, no caso do sancionado interpor recurso, sua cobrança se tornaria exigível uma vez executada a falha que tenha rejeitado tal recurso, tendo em tal caso a sentença força executiva por si mesma. Similar seria o caso da Guatemala, onde a sanção pode ser cobrada quando a Resolução obtém firmeza administrativa se não for impugnada, e, se fosse, quando ganhasse firmeza judicial.

No México, a sanção de multa será paga no prazo de 15 dias úteis seguintes à data de sua notificação, atualizando-se o valor da mesma a partir do mês em que deveria ser pago até que o mesmo se faça efetivo. No caso de que se impugne a resolução sancionadora, se deve solicitar e tramitar perante os Tribunais competentes a suspensão da execução do ato administrativo impugnado, garantindo o interesse fiscal perante a autoridade executora por qualquer meio permitido pelas leis fiscais. Neste sentido, também na Espanha cabe a possibilidade de que uma vez que a Resolução sancionadora tiver ganhado firmeza administrativa e, portanto, for executivo recorrer perante os Tribunais, e solicitar nesse âmbito a adoção da medida cautelar de suspensão do pagamento da multa. Esta questão será resolvida como peça separada de urgência pelo Tribunal que obrigará ao sancionado, em caso de que finalmente seja acordada a suspensão do pagamento da multa, a garantir sua cobrança, normalmente por via da apresentação de um avalista.

No Peru, o infrator pode ganhar a redução em porcentagem do total da multa a pagar sempre que tenha regularizado a situação que originou a sanção, pagamento da multa imposta aplicada à redução correspondente dentro de 5 dias após o recebimento da notificação, e não arquivar recurso na via administrativa ou judicial.

Decorrido o prazo fixado em cada jurisdição para efetuar o abono da multa, sem que o infrator tenha efetuado voluntariamente, cabe a possibilidade de lhe ser exigido o mencionado pagamento. Enquanto o procedimento a seguir varia de um país a outro. Em alguns países se remete a gestão destes trâmites a um terceiro, que seja estranho ao supervisor, normalmente ao Órgão da Fazenda ou Tesouro, para que proceda ao pagamento da sanção por via executiva ou judicial. É o caso do Chile, Costa Rica, Espanha, México e Panamá.

Porém, em outras jurisdições, o próprio supervisor tem a competência para exigir o pagamento. É o caso do Brasil, país em que a CVM tem um órgão interno: a Procuradoria Federal Especializada, que faz parte do Escritório do Procurador Geral, responsável pelas ações nos tribunais, pelo assessoramento jurídico e por promover a recuperação judicial de créditos fiscais derivados das sanções administrativas aplicadas

pela CVM. A Colômbia conta com o Grupo de Cobrança Coativo da Superintendência Financeira, encarregado de adiantar o pagamento das obrigações a favor do Tesouro. No Paraguai, se a multa não for paga, a própria Comissão poderá demandar judicialmente ao infrator via juízo executivo perante o Juizado Cível e Comercial. Na Bolívia, Equador ou Peru, a autoridade supervisora pode iniciar um procedimento de execução coerciva dirigida na busca da cobrança das multas. Na Argentina, a própria Comissão Nacional de Valores tem o poder para requerer a execução da multa imposta no procedimento sumária através de sua Sub-Gerência Legal. Essa dependência realiza uma intimação ao sancionado pelo pagamento da multa, e no caso de que o prazo estipulado tenha vencido, o órgão Supervisor tem poder para requerer a execução da mesma através de um procedimento judicial denominado Juízo Executivo.

Em países como El Salvador é a Fiscalização Geral da República, a pedido da Superintendência, que fará efetivar a multa por via executiva, tendo a certificação da resolução o Superintendente como força executiva. O procedimento é similar em Honduras, onde ocorre dentro de um prazo de 30 dias úteis seguintes à data da notificação em que foi esgotada a via administrativa, caso não se tenha efetuado o pagamento da multa, a CNBS solicitará à Procuradoria sua reclamação por via judicial. No caso da Guatemala, a sanção será reclamada por meio do juizado econômico-coercivo. Na República Dominicana se recorrerá para a cobrança das multas não pagas às vias legais ordinárias do direito cível. No Uruguai, a cobrança das multas se faz efetivar contra as garantias depositadas pelos intermediários, recorrendo às ações judiciais executivas para reclamar o excedente da multa, caso exista.

### **3.4. Proporcionalidade das sanções impostas**

Em todo expediente administrativo sancionador, na hora de quantificar a sanção ou sanções a impor ao responsável ou responsáveis pela infração cometida, se deve levar em conta o princípio de proporcionalidade, cuja finalidade é guardar a devida adequação entre a gravidade do ato constitutivo da infração, sua magnitude e consequências, e a sanção a aplicar. Cabe a possibilidade de que o princípio se complementa com outros critérios, que agirão como atenuantes ou agravantes da conduta infratora, e que teria como finalidade ajustar a sanção a ser imposta.

Na Espanha, além do princípio de proporcionalidade contemplado na Lei de Procedimento Administrativo e, na sequência, de obrigada observância em qualquer procedimento administrativo sancionador tramitado pela administração pública, se incorporam como critérios a levar em consideração para ajustar a sanção a ser aplicada, a existência de intencionalidade ou reiteração. A natureza dos prejuízos causados, e a reincidência no período de um ano em mais de uma infração por comissão da mesma natureza quando assim tiver sido declarado por resolução. Também, existem outros

critérios que tem sido levado em consideração na hora de quantificar as sanções a impor para o suposto específico das infrações cometidas ao ordenamento das relações no mercado de valores, critérios cujos conteúdos encontram-se na própria LMV, conforme a seguir:

- a) A natureza e entidade da infração.
- b) A gravidade do perigo ocasionado ou do prejuízo causado.
- c) Os ganhos obtidos, neste caso, como consequência dos atos ou omissões constitutivos da infração.
- d) A importância da entidade correspondente, medida em função do valor total de seu balancete.
- e) As consequências desfavoráveis dos atos para o Sistema Financeiro ou a economia nacional.
- f) A circunstância do procedimento para corrigir a infração por iniciativa própria.
- g) A reparação dos danos ou prejuízos causados.
- h) A colaboração com a Comissão Nacional do Mercado de Valores, sempre que a mesma tenha fornecido elementos ou dados relevantes para o esclarecimento dos fatos investigados.
- i) No caso de insuficiência de recursos próprios, as dificuldades objetivas que podem ter contribuído para alcançar ou manter o nível legalmente exigido.
- j) A conduta anterior da entidade em relação às normas de ordenação e disciplina que a afeta, atendendo às sanções coerentes que lhe foram impostas durante os últimos cinco anos.

Porém, estes critérios, mesmo quando parecer o contrário, não agem como atenuantes ou agravantes, mas no primeiro termo haverá a análise de sua aplicação como caso confirmado e, uma vez confirmado este extremo, haverá que proceder a sua posterior apreciação para acalmar ou reforçar a rejeição disciplinar ao qual corresponde. Isso por que não se trata de um sistema de agravantes ou atenuantes no estilo do Código Penal, caso contrário, de uma relação de circunstâncias ou critérios de dosagem punitiva que, em função de sua incidência nos fatos de objeto de rejeição, devem determinar o tipo e grau de sanções que devem ser impostas.

Em relação a esta questão, todos os países participantes deste trabalho: Argentina, Bolívia, Brasil, Chile, Colômbia, Equador, El Salvador, Espanha, Honduras, México, Panamá, Paraguai, Peru, República Dominicana e Uruguai, incorporam um ou vários critérios que devem ser levado em consideração pelo supervisor, a fim de ajustar a sanção e conseguir uma adequação entre a gravidade da infração cometida e a sanção que será imposta, tais como a magnitude do prejuízo causado ou os benefícios gerados, a gravidade do dano, a duração da conduta infratora, a natureza da infração, os antecedentes do infrator, a reincidência da conduta, a obstrução aos trabalhos

inspetores, a falta de lealdade e ética, o ressarcimento do dano e as soluções a favor do consumidor financeiro, entre outros. Referente a este último critério, é necessário mencionar a legislação colombiana no que, enquanto se consagra a infração do regime de Proteção ao Consumidor Financeiro como agravante das sanções administrativas que impõe o supervisor às entidades vigiadas, simultaneamente se escolhe como critério de atenuação da sanção a impor, o fato de terem sido adotadas soluções a favor do consumidor financeiro dentro do trâmite de queixas ou reclamações, assim como a implementação de medidas de melhoramento da proteção ao consumidor financeiro.

No Panamá, embora a Superintendência aplique alguns dos critérios de apreciação anteriormente mencionados que se encontram especificamente avaliados em sua norma, a Junta Diretiva também pode estabelecer critérios adicionais. Porém, em outras jurisdições, como a Costa Rica, as sanções são fixas, não admitindo ajustes, motivo pelo qual o infrator tem certo grau de previsibilidade das consequências que derivarão da infração cometida.

No México e El Salvador é necessário mencionar neste ponto. No México, na hora de ajustar a sanção leva-se em conta a situação econômica do infrator, e em El Salvador, quando a sanção a ser imposta seja a de multa, deverá considerar-se a capacidade econômica do infrator, podendo esta capacidade ser determinada por meio da última declaração de imposto de renda do suposto infrator ou por qualquer meio probatório.

Como já mencionado em outras seções deste capítulo, o princípio de proporcionalidade que deve presidir o ajuste das sanções a serem impostas pela comissão de infrações administrativas, exige no caso de sanções pecuniárias, que a comissão da infração nunca resulte em um ato que beneficie mais o infrator que o cumprimento das normas infringidas, ressaltando que o benefício obtido com a comissão da infração nunca resulte superior à sanção que se pode impor por tal comissão. E mais, nem sequer há de resultar iguais sendo que, nesse caso, o que o infrator estaria fazendo ao abonar a multa é proceder somente a devolução do que obteve indevidamente, sem que realmente se lhe imponha nenhuma sanção pela irregularidade cometida.

Em jurisdições como México ou El Salvador, levar em conta a situação econômica do infrator, sua capacidade ou nível de renda pessoal, pode trazer como consequência que se perca o efeito dissuasório que terão as sanções, dado que sempre pode se dar, caso o benefício obtido pelo infrator com a comissão da infração seja superior a sua capacidade econômica.

### 3.5. Tipos penais relacionados com a proteção do investidor

Uma vez analisada a capacidade para impor sanções de caráter administrativo, nesta seção será prosseguida a avaliar se as normativas obedecidas neste trabalho possuem, realmente, tipos penais que tenham como finalidade a obtenção da proteção do investidor, e como se procede em cada jurisdição quando referidos delitos, caso existam, são detectados pelo supervisor. Nas legislações da maioria dos países: Argentina, Bolívia, Brasil, Chile, Colômbia, Costa Rica, Equador, Espanha, Honduras, México, Panamá, Peru e República Dominicana, contemplam delitos cujos bens jurídicos protegidos são a proteção de ordem econômica e social. Estamos nos referindo, entre outros, aos delitos típicos de manipulação do mercado ou de utilização de informação privilegiada, que em última instância poderia ser entendido como aqueles que protegem o investidor participante no mercado, na realidade o bem jurídico que tratam de proteger, em primeira instância, é a transparência e integridade do mercado. Estas condutas estão tipificadas como delitos em praticamente todas as jurisdições analisadas neste estudo, com exceção de El Salvador, Guatemala, Paraguai e Uruguai.

Porém, se concentrarmos nossa atenção em delitos cujo único bem jurídico protegido seja a proteção do investidor, as circunstâncias diferem de um país a outro.

Assim, nos encontramos<sup>46</sup> com delitos tais como ocultar ou distorcer fatos importantes para apreciar a situação econômica da empresa (Argentina, Chile, Costa Rica, Espanha, Honduras, México, Paraguai, Peru e República Dominicana); inserir fatos falsos ou mencionar fato inexistentes com a intenção de obter um benefício ou causar um prejuízo (Argentina); a oferta pública de valores não inscritos (Chile); a utilização indevida em benefício próprio ou de terceiros de valores dados em custódia (Chile, Equador, Honduras, México e República Dominicana); proporcionar informação falsa ao mercado (Chile, Espanha, Panamá, Paraguai e República Dominicana); a oferta fraudulenta para efeitos de crédito (Costa Rica); a autorização de atos indevidos (Costa Rica); designar a valores qualificações de riscos com vícios ou irregularidades (Equador, Honduras e República Dominicana).

Porém, em outros países como Bolívia, Colômbia, El Salvador, Guatemala e Uruguai, a legislação não contempla delitos cujo bem jurídico tutelado seja, propriamente, a proteção do investidor.

Uma das questões que chama a atenção ao analisar as legislações é que em algu-

---

**46.** Esta lista de delitos é meramente enunciativa e não exaustiva dado que, obviamente, pode haver mais delitos que os mencionados, enquanto se trata de pôr em manifesto, algumas jurisdições, preocupadas com a proteção dos investidores, têm optado por incluir em suas legislações tipos delitivos que tratam de proteger determinadas condutas das entidades do setor.

mas<sup>47</sup>, como no Brasil, Honduras, México, Paraguai e República Dominicana, os delitos encontram-se tipificados em sua própria Lei do Mercado de Valores, ou seja, em um corpo legal administrativo e não penal, o que leva a levantar várias questões:

- Isso significa que estas condutas criminosas são processáveis pelo próprio supervisor?
- Quem investiga e persegue estes tipos de delitos?
- São delitos processáveis oficialmente ou pela instância da parte?
- Existem elementos que permitam distinguir entre o tipo administrativo e o penal?
- É possível tramitar em paralelo um procedimento penal e administrativo pelos mesmos atos?

Em resposta a estas interrogativas, à exceção de Guatemala y Panamá<sup>48</sup>, praticamente em todas as jurisdições: Argentina, Bolívia, Chile, Colômbia, Costa Rica, Equador, El Salvador, Espanha, Guatemala, Honduras, México<sup>49</sup>, Panamá ou Paraguai<sup>50</sup> a investigação dos delitos vinculados ao mercado de valores é da competência do Ministério Fiscal, por ser um delito de ordem pública processável, sem prejuízo de que possam existir denúncias ou reclamações das vítimas perante os Juizados Penais.

Neste sentido, quando o Órgão Supervisor conhece no exercício de suas funções de fiscalização a comissão de algum delito, obriga-se a levar ao conhecimento do Ministério Fiscal, que será o encarregado de conduzir o processo de investigação preliminar iniciado pelo supervisor, instituindo diligências de investigação que concluirão ou não com a apresentação de suas conclusões perante o juiz competente que instituirá diligências prévias.

Quanto aos elementos de tipo administrativo e penal, na Costa Rica ambos são idênticos, enquanto que em outras jurisdições como na argentina, colombiana, espanhola, hondurenha, mexicana, panamenha, paraguaia ou a salvadorenha, os elementos que constituem o tipo administrativo e o penal são diferentes, dotando os elementos

---

**47.** Não ocorre assim, na Argentina, Bolívia, Chile, Colômbia, Costa Rica, El Salvador, Espanha, Guatemala, Panamá e Peru, jurisdições em que os delitos vinculados ao mercado de valores encontram sua tipificação no Código Penal.

**48.** Na Guatemala estes tipos de delitos são processáveis pela instância de parte e, no Panamá, até que não entre em vigor o Código de Procedimento Penal, os delitos vinculados ao mercado de valores requerem para o início de sua investigação, denuncia formal pela parte afetada e a existência de um informe técnico da SMV.

**49.** No México, por exemplo, estes delitos são investigados e processados pela Unidade Especializada em Investigações de Delitos Fiscais e Financeiros da Procuradoria Geral da República, a pedido da Procuradoria Fiscal da Federação, prévia opinião da CNBV.

**50.** No Paraguai, a CNV atua apoiando sua cooperação ao Ministério Público para o esclarecimento dos fatos.

do tipo penal de uma maior severidade de acordo com as penas que se podem impor: penas privativas de liberdade.

No Chile, na maioria dos casos, os tipos penais e administrativos correspondem às mesmas tipologias, sem prejuízo de situações em que o tipo penal se configure com condições de punibilidade de maior entidade.

Referente à possibilidade de tramitar em paralelo um procedimento administrativo e um penal pelos mesmos atos, no Chile, em casos de maior perturbação pública, se tramitam ambos os procedimentos ao mesmo tempo. Quando se adia a obrigação de denúncia por parte da SVS dos atos supostamente constitutivos de delitos no prazo de 24 horas depois de que haja efetuado as investigações correspondentes que lhe permitam confirmar a existência dos fatos e suas circunstâncias.

Em outras jurisdições, como Bolívia, Brasil, Colômbia, Costa Rica, El Salvador<sup>51</sup>, Guatemala, México, e Panamá<sup>52</sup>, se podem tramitar ao mesmo tempo ambos os procedimentos, o administrativo e penal, em todo caso, cabendo a possibilidade de que o mesmo sujeito seja penal e administrativamente responsável. Na Espanha, esta última afirmação seria a certa, sempre e quando não se apresente a tripla identidade entre sujeito, fato e fundamento entre ambos os procedimentos, em cujo caso, existindo sanção penal não poderia se impor sanção administrativa (non bis in ídem material), quando se está tramitando um processo penal pelos mesmos atos ou por outros cuja separação dos sancionáveis administrativamente seja racionalmente impossível, o procedimento ficará suspenso em respeito aos mesmos até recair pronunciamento firme da autoridade judicial (prejudicialidade penal ou non bis in ídem processual). Renovado o expediente administrativo, a resolução que se dite pela CNMV deverá respeitar a apreciação dos fatos que contenha dito pronunciamento penal.

No Equador e Paraguai não se pode tramitar sobre um mesmo ato um procedimento administrativo e penal, nenhuma pessoa pode ser julgada duas vezes pelo mesmo ato.

---

**51.** El Salvador o normal é que o processo administrativo finalize antes do penal.

**52.** No Brasil e Panamá existe independência do poder sancionador da Superintendência, não existindo prejudicialidade (não se requer a sentença penal para iniciar o caso administrativo ou vice-versa). A Superintendência deve proporcionar ao Ministério Público a informação de que dispõe e atua de forma recíproca, proporcionando à Superintendência toda aquela informação que possa contribuir para a resolução do procedimento sancionador.