# V ENCONTRO VIRTUAL DO CONPEDI

## DIREITO EMPRESARIAL

**VIVIANE COÊLHO DE SÉLLOS KNOERR**

**EDINILSON DONISETE MACHADO**

**MAURINICE EVARISTO WENCESLAU**

Copyright © 2022 Conselho Nacional de Pesquisa e Pós-Graduação em Direito

Todos os direitos reservados e protegidos. Nenhuma parte deste anal poderá ser reproduzida ou transmitida sejam quais forem os meios empregados sem prévia autorização dos editores.

**Diretoria – CONPEDI**
**Presidente** - Prof. Dr. Orides Mezzaroba - UFSC – Santa Catarina
**Diretora Executiva** - Profa. Dra. Samyra Haydêe Dal Farra Naspolini - UNIVEM/FMU – São Paulo
**Vice-presidente Norte** - Prof. Dr. Jean Carlos Dias - Cesupa – Pará
**Vice-presidente Centro-Oeste** - Prof. Dr. José Querino Tavares Neto - UFG – Goiás
**Vice-presidente Sul** - Prof. Dr. Leonel Severo Rocha - Unisinos – Rio Grande do Sul
**Vice-presidente Sudeste** - Profa. Dra. Rosângela Lunardelli Cavallazzi - UFRJ/PUCRio – Rio de Janeiro
**Vice-presidente Nordeste** - Profa. Dra. Gina Vidal Marcilio Pompeu - UNIFOR – Ceará

**Representante Discente:** Prof. Dra. Sinara Lacerda Andrade – UNIMAR/FEPODI – São Paulo

**Conselho Fiscal:**
Prof. Dr. Caio Augusto Souza Lara – ESDHC – Minas Gerais
Prof. Dr. João Marcelo de Lima Assafim - UCAM – Rio de Janeiro
Prof. Dr. José Filomeno de Moraes Filho – Ceará
Prof. Dr. Lucas Gonçalves da Silva – UFS – Sergipe
Prof. Dr. Valter Moura do Carmo – UNIMAR – São Paulo
**Secretarias**
**Relações Institucionais:**
Prof. Dra. Daniela Marques De Moraes – UNB – Distrito Federal
Prof. Dr. Horácio Wanderlei Rodrigues - UNIVEM – São Paulo
Prof. Dr. Yuri Nathan da Costa Lannes - Mackenzie – São Paulo
**Comunicação:**
Prof. Dr. Liton Lanes Pilau Sobrinho - UPF/Univali – Rio Grande do Sul
Profa. Dra. Maria Creusa De Araújo Borges - UFPB – Paraíba
Prof. Dr. Matheus Felipe de Castro - UNOESC – Santa Catarina
**Relações Internacionais para o Continente Americano:**
Prof. Dr. Heron José de Santana Gordilho - UFBA – Bahia
Prof. Dr. Jerônimo Siqueira Tybusch - UFSM – Rio Grande do Sul
Prof. Dr. Paulo Roberto Barbosa Ramos - UFMA – Maranhão
**Relações Internacionais para os demais Continentes:**
Prof. Dr. José Barroso Filho – ENAJUM
Prof. Dr. Rubens Beçak - USP – São Paulo
Profa. Dra. Viviane Coêlho de Séllos Knoerr - Unicuritiba – Paraná
**Eventos:**
Prof. Dr. Antônio Carlos Diniz Murta - Fumec – Minas Gerais
Profa. Dra. Cinthia Obladen de Almendra Freitas - PUC – Paraná
Profa. Dra. Livia Gaigher Bosio Campello - UFMS – Mato Grosso do Sul

**Membro Nato –** Presidência anterior Prof. Dr. Raymundo Juliano Feitosa – UMICAP – Pernambuco

D597

Direito empresarial [Recurso eletrônico on-line] organização CONPEDI

Coordenadores: Edinilson Donisete Machado; Maurinice Evaristo Wenceslau; Viviane Coêlho de Séllos Knoerr – Florianópolis: CONPEDI, 2022.

Inclui bibliografia
ISBN: 978-65-5648-491-4
Modo de acesso: www.conpedi.org.br em publicações
Tema: Inovação, Direito e Sustentabilidade

1. Direito – Estudo e ensino (Pós-graduação) – Encontros Nacionais. 2. Direito. 3. Empresarial. V Encontro Virtual do CONPEDI (1: 2022 : Florianópolis, Brasil).

CDU: 34

CONPEDI
Conselho Nacional de Pesquisa
e Pós-Graduação em Direito Florianópolis
Santa Catarina – Brasil
www.conpedi.org.br

# V ENCONTRO VIRTUAL DO CONPEDI

## DIREITO EMPRESARIAL

---

## Apresentação

O V Encontro Virtual do CONPEDI sob o tema ““Inovação, Direito e Sustentabilidade”, promoveu a quinta edição virtual dentro das inovações criadas pela Diretoria, com objetivo de dar continuidade das atividades de pesquisas da área, diante das grandes dificuldades enfrentadas nos últimos anos pela crise pandêmica.

No GT encontram-se as pesquisas desenvolvidas em vários Programas de Mestrado e Doutorado do Brasil, com artigos selecionados por meio de avaliação por pares, objetivando a melhor qualidade e a imparcialidade na divulgação do conhecimento e formação do estado da arte na área do Direito Empresarial.

Valorosas contribuições teóricas e relevantes inserções na realidade brasileira emanam da reflexão trazida pelos professores, mestres, doutores e acadêmicos de todo o Brasil. Os artigos mostram um pouco da inovação, Direito e sustentabilidade e suas implicações na ordem jurídica brasileira, na contemporaneidade.

O GT apresentou pesquisas e abordagem que contemplam a reflexão do cenário nacional, a saber:

A Escola Austríaca e a Função Empresarial; A Resolução Do Contencioso Societário Por Meio Da Arbitragem; Análise Da Carta Anual De 2021 Da Empresa Brasileira De Serviços Hospitalares (Ebserh) Em Relação Aos Objetivos Das Políticas Públicas Que Instruíram Sua Criação Como Empresa Pública; Antevisão De Norberto Bobbio Sobre Desafios Dos Direitos Humanos Frente Ao Informacionalismo Nas Relações Empresariais Da Atualidade; Capitalismo De Compadrio À Brasileira; Da Regulação Governamental A Autorregulação Por Instrumentos Societários; Direito Administrativo Sancionador – Punindo Duas Vezes Os Mesmos Fatos; Em Que Medida O Novo Entendimento Do Supremo Tribunal Federal Sobre O Funrural Interfere No Agronegócio E Nas Recuperações Judiciais; Manipulação De Preços E De Mercado: Desafios Regulatórios Diante De Novas Tecnologias; Medidas De Suspensão Do Pagamento De Cédulas De Crédito Bancário Durante Período De Crise Econômica; Mitigação Do Contrato De Fornecimento De Energia Elétrica Por Demanda Contratada De Potência Ativa, No Contexto Da Pandemia Do Covid-19. O Benchmarking E O Cenário Da Pandemia De Covid-19; O Pagamento Privilegiado No Regime Centralizado De Execuções Na Sociedade Anônima De Futebol: Perspectivas Em Prol Da Cidadania Empresarial; O

Processo Recuperacional E A Noção De Assimetria Informacional: A Figura Do Administrador Na Recuperação Judicial Das Sociedades Limitadas; Revogação Do Instituto Da Empresa Individual De Responsabilidade Limitada Pela Medida Provisória N. 1.085, De 2021; Sociedade Limitada: Da Unipessoalidade Temporária À Permanente; Submissão Dos Créditos Fiscais Ao Concurso De Credores No Processo De Recuperação Judicial À Luz Do Princípio Da Preservação Da Empresa;

Assim como foi seguramente um momento ímpar a Coordenação do GT, organizando a apresentação dos trabalhos, acreditamos que tem valor científico positivo, ao leitor ou leitora, a experiência de aprofundar o pensamento daqueles que souberam cativar para este momento, o solitário momento da leitura e da meditação, para colocar à prova as várias teses defendidas naqueles dias do CONPEDI.

Divulgar a produção científica colaborativa socializa o conhecimento e oferece à sociedade nacional e internacional o estado da arte do pensamento jurídico contemporâneo aferido nos vários centros de excelência que contribuíram no desenvolvimento pessoal e profissional dos autores e autoras do presente GT.

Por fim, nossos agradecimentos ao CONPEDI pela honra a que fomos laureados ao coordenar o GT e agora, pela redação do Prefácio, que possui a marca indelével do esmero, da dedicação e o enfrentamento a todas as dificuldades que demandam uma publicação de qualidade como o presente.

Florianópolis, junho de 2022

Organizadores:

Prof. Dr. Edinilson Donisete Machado

Profª. Drª. Maurinice Evaristo Wenceslau

# DIREITO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR – PUNINDO DUAS VEZES OS MESMOS FATOS

# ADMINISTRATIVE SANCTIONING LAW – PUNISHING THE SAME FACTS TWICE

**Maria Luiza Gutierrez Bonfatti Ribeiro**

**Resumo**

Este artigo busca analisar a proposta formulada pela Minuta B apresentada na Audiência Pública SDM nº 09/2019 pela Comissão de Valores Mobiliários - CVM no sentido de suprimir o disposto no artigo 49, §§4º, 5º e 6º, da Instrução CVM nº 461/2007. Referido dispositivo regula a possibilidade de aproveitamento pela CVM, no exercício da sua atividade fiscalizadora e sancionadora, das penalidades impostas pelo autorregulador, a BM&FBOVESPA Supervisão de Mercados - BSM, no exercício de poder punitivo. Trata-se de hipótese de autorregulação supervisionada.

**Palavras-chave:** Autorregulação supervisionada, Comissão de valores mobiliários, Bm&fbovespa supervisão de mercados – bsm, Exercício de poder punitivo, Direito administrativo sancionador

**Abstract/Resumen/Résumé**

This article seeks to analyze the proposition made by the Brazilian Securities and Exchange Comission in the Public Audience SDM No. 09/2019 regarding the suppression of article 49, paragraphs 4, 5 and 6, of CVM Instruction No. 461/2007. Such norm regulates the possibility of the Brazilian Securities and Exchange Comission to consider the penalties imposed by the self-regulator when applying its own penalties regarding the same facts and people and in the light of the same legal rules.

**Keywords/Palabras-claves/Mots-clés:** Supervised self-regulation, Brazilian securities and exchange comission, Bm&fbovespa supervisão de mercado – bsm, Police power, Administrative sanctioning law

## I. Introdução

A Comissão de Valores Mobiliários ("CVM"), por meio do edital de Audiência Pública SDM nº 9/2019, anunciado em 27 de dezembro de 2019, colocou em audiência pública 3 (três) minutas de novas Instruções, denominadas de Minutas A, B e C[1].

Essas minutas propõem alterações nas Instruções CVM nº 461, de 23 de outubro de 2007[2] ("Instrução CVM nº 461/2007" ou "Instrução") e nº 505, de 27 de dezembro de 2011[3] ("Instrução CVM nº 505/2011"). Tais normas disciplinam o funcionamento dos mercados regulamentados de valores mobiliários e a constituição, organização, funcionamento e extinção das bolsas de valores, bolsas de mercadorias e futuros e mercados de balcão organizados, bem como os procedimentos a serem observados nas operações realizadas com valores mobiliários em mercados regulamentados de valores mobiliários, respectivamente.

Conforme se extrai do Edital de Audiência Pública SDM nº 09/2019: (a) a Minuta A pretende substituir a Instrução CVM nº 461/2007, introduzindo novas disposições na regulamentação sobre o funcionamento dos mercados regulamentados de valores mobiliários e sobre a constituição, organização e funcionamento das entidades administradoras de mercado organizado; (b) a Minuta B dispõe sobre a constituição, a organização e o funcionamento da autorregulação unificada dos mercados organizados e das infraestruturas de mercado financeiro atuantes no mercado de valores mobiliários; e (c) a Minuta C, principalmente, altera a Instrução CVM nº 505/2011, para dispor sobre a execução de ordens no interesse do cliente em contexto de concorrência entre ambientes de negociação (*best execution*).

A presente análise tem como foco algumas das modificações propostas por meio da Minuta B.

Dentre outras providências, a Minuta B sugere que se elimine o disposto no artigo 49, §§ 4º, 5º e 6º, da Instrução CVM nº 461/2007. Tais dispositivos dizem respeito à possibilidade de aproveitamento pela CVM, no exercício da sua atividade fiscalizadora e sancionadora, das penalidades impostas pelo autorregulador, a BM&FBOVESPA Supervisão de Mercados ("BSM"), no âmbito do seu poder punitivo.

---

[1] Referidas minutas se baseiam principalmente em reflexões geradas: (i) por estudo elaborado pela Oxera Consulting Ltd. ("Oxera") em 2012 denominado "*Quais seriam os custos e benefícios para mudar a estrutura competitiva do mercado para serviços de negociação e pós-negociação no Brasil?*"; (ii) pela Audiência Pública SDM nº 5/2013; e (iii) pelo relatório do Grupo de Trabalho Concorrência entre Bolsas datado de 19.07.2016 intitulado "*Autorregulação das entidades administradoras de mercado*".

[2] Com as alterações introduzidas pelas Instruções CVM nº 468/08, 499/11, 508/11, 544/13, 554/14 e 590/17.

[3] Com as alterações introduzidas pelas Instruções CVM nº 526/12, 581/16, 612/19 e 617/19.

Objetiva-se desenvolver uma análise crítica acerca da eventual supressão do referido dispositivo, de modo a se fixar um posicionamento a respeito da proposta apresentada.

Atualmente, o prazo para manifestação no âmbito da Audiência Pública está encerrado, e as sugestões e comentários enviados pelos participantes do mercado encontram-se em fase de análise pela Autarquia. O tema consta da Agenda Regulatória CVM 2022[4] – a qual lista as prioridades regulatórias para o ano – de modo que a sua análise no presente momento se mostra oportuna e de extrema importância.

Este trabalho tem quatro partes, sendo esta introdução a primeira. Em seguida, é feita uma exposição da teoria identificada na literatura acerca do mecanismo de coordenação regulatória denominado de autorregulação supervisionada. No Capítulo III descreve-se o modelo atualmente em vigor – artigo 49, §§ 4º, 5º e 6º, da Instrução CVM nº 461/2007 –, expõe-se os comentários e sugestões enviados à CVM no âmbito da Audiência Pública que tratam da supressão dos mencionados dispositivos e faz-se uma análise crítica destes. Por fim, conclui-se.

## II. Autorregulação supervisionada

No âmbito de um sistema de corregulação, o fenômeno conhecido como delegação duplicada consiste na atribuição de competências iguais a dois ou mais entes[5]. Não há uma divisão clara entre as suas responsabilidades, de modo que elas se sobrepõem[6]. Configura-se, assim, uma situação em que duas ou mais agências têm as mesmas responsabilidades, seja em relação a alguns aspectos apenas, seja de forma mais genérica.

A literatura aponta vantagens e desvantagens na existência dessa duplicação.

Uma primeira vantagem é a redução do risco de inação. Aumenta-se a probabilidade de que sejam adotadas as medidas eventualmente necessárias, pois caso uma instituição falhe

[4] Para maiores informações, confira-se: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/cvm-lanca-agenda-regulatoria-para-2022>.

[5] Na definição de Marisam, "*duplicative delegations grant the same authority to more than one agency without providing clear instructions about the division of responsibility among the agencies*" (MARISAM, Jason. *Duplicative Delegations.* 63 ADMIN. L. REV. 181, 184 (2011) 1131. p. 189).

[6] A propósito: "*If both agencies receive concurrent authority to regulate in a field, there is jurisdictional overlap*" (GERSEN, Jacob E. *Overlapping and Underlapping Jurisdiction in Administrative Law*. The Supreme Court Review. Vol. 2006, No. 1. 2006.p. 208).

na sua atuação, a outra poderá ter agido[7]. Esse ponto mostra-se mais relevante notadamente em relação a questões de grande magnitude e importância e que produzam efeitos significativos[8].

Outra vantagem consiste na complementariedade de *expertises*[9]. Em relação a questões complexas e que demandam análises que levem em consideração múltiplos interesses e pontos de vista, a atribuição de competência a mais de uma agência para resolver o problema acaba por agregar uma visão multidisciplinar e multidimensional à questão[10]. Desse modo, tende-se a se chegar a um resultado que atenda a mais interesses.

Um terceiro benefício é o fomento de uma concorrência sadia entre as agências[11]. Ambas as agências acabam sendo estimuladas a se tornarem mais eficientes, tendo em vista o risco de a outra atuar primeiro e melhor e, com isso, ganhar destaque, reconhecimento e privilégios[12].

Ocorre que a duplicação delegada também apresenta desvantagens.

Uma primeira desvantagem é a insegurança jurídica causada aos regulados. É possível que cada agência adote determinada interpretação em relação às leis vigentes, de modo que sejam transmitidas mensagens contraditórias ao público alvo da norma[13].

---

[7] Sobre duplicação, confira-se: "*Yet there is one theorem that must be indicated because of the profound effect it can have on organizational design: that the probability of failure in a system decreases exponentially as redundancy factors are increased*" (LANDAU, Martin. *Redundancy, Rationality, and the Problem of Duplication and Overlap*. Public Administration Review. Vol. 29. No. 4. 1969. p. 352).

[8] "*Because of these potentially high costs, bureaucratic redundancies are most often worthwhile when the redundant agency provides a significant benefit by safeguarding against* ***high magnitude harm***" (MARISAM, op. cit., p. 224 – gifo nosso).

[9] "*Following this same line of reasoning, agencies in collaborative efforts—versus ones operating alone—could be made aware of different perspectives in dealing with common problems. The different perspectives might focus on a single policy or might encompass a broad program. In either event, an agency might see benefits from different vantage points and viewpoints, in effect, expanding its horizons and adding to the ways it approaches policy formulation and implementation*" (KAISER, Frederick M. *Interagency Collaborative Arrangements and Activities: Types, Rationales, Considerations*. Congressional Research Service. 2011. p. 17).

[10] Sobre o tema: "*When a policy problem involves orthogonal interests, a regulatory structure that includes a rule-based interface can be beneficial, particularly for the Executive. This is so because a single agency facing such a problem tends to focus on only one of the interest axes, to the detriment of the others. When multiple agencies share responsibility for a problem, each can develop expertise in one of the interest axes involved; the value of a rule-based interface is that it encourages such a division of labor*" (BRADLEY, Keith. *The Design of Agency Interactions*. Columbia Law Review. Vol. 111. No. 4. 2011. pp. 777 e 778).

[11] "*A statute that allocates authority to multiple government entities relies on competing agents as a mechanism for managing agency problems. Giving authority to multiple agencies and allowing them to compete against each other can bring policy closer to the preferences of Congress than would delegation to a single agent*" (GERSEN, op. cit., p. 212).

[12] "*If Congress wants to take advantage of agency knowledge, but is concerned that agencies will shirk and fail to invest heavily enough in the development of expertise, manipulating jurisdiction can help manage that possibility. If one agency invests in developing expertise and the other does not, Congress can shift from regime 2 to regime1, giving the agency that invested in expertise exclusive authority. The threat of juris- dictional loss is a sanction for the failure to produce desirable informational expertise*" (Ibid, p. 213).

[13] "*Without interagency collaboration, policymaking and its implementation are likely to be fragmented and divided among agencies with overlapping jurisdictions and shared or related responsibilities. Possible results of this condition, which collaboration could minimize, are* […] *lack of a clear and common direction*" (KAISER, op. cit., p. 16).

Outra desvantagem recai sobre o orçamento. A sobreposição de competências acaba por gerar uma redundância regulatória, notadamente no que tange à burocracia. Num contexto de recursos limitados, identifica-se sobreposição de custos tanto para a administração pública, como para os regulados – que acabam incorrendo em maiores custos de *compliance* para se adaptar às diferentes exigências de cada agência[14].

Por sua vez, uma terceira desvantagem consiste na possibilidade de haver conflito negativo de competência, de modo que há um aumento do risco de inação[15]. A sobreposição de competências pode gerar incertezas acerca da competência específica de cada agência, de modo que uma entidade atribui a responsabilidade a outra, e nenhuma exerce tal atribuição[16].

Como se vê, existem benefícios e malefícios na existência do mecanismo de duplicação delegada. É necessário que se analise cada situação, a fim de se verificar em quais prevalecem efeitos positivos, e em quais não há ganhos de eficiência na sua instituição[17].

Nesse contexto, a literatura aponta soluções para se resolver eventual conflito de sobreposição de competências entre agências. Identifica-se quatro principais propostas: (i) a realização de consulta; (ii) a celebração de acordos interinstitucionais; (iii) a formulação conjunta de políticas entre as agências; e (iv) a instituição de um mecanismo de revisão centralizada, em que uma entidade superior fica encarregada de decidir eventual conflito entre os entes[18].

Por meio da realização de consulta entre as agências, uma irá consultar a outra antes de agir. Desse modo, o processo decisório de uma agência leva em consideração o

---

[14] "*However, bureaucratic redundancies are not cost-effective for most regulatory tasks. There are two reasons. First, the costs of bureaucratic redundancies are significant. These costs include the following: public budgetary expenses, burdens on regulated entities that must comply with two agencies' regulations, increased monitoring costs because agency overseers have more bureaucrats to oversee for each regulatory problem, interagency conflicts that distract agencies from more important regulatory matters and may generate incoherent regulatory policies, free riding by agencies that assume other agencies are on top of regulatory problems, and opportunity costs from having an agency perform a redundant task instead of focusing on other tasks. Opportunity costs are one of the most significant of these costs. Agencies have limited resources and attention spans. When an agency performs a redundant task, it is not focusing on other potentially critical tasks* (MARISAM, op. cit., pp. 223 e 224).

[15] "*If defining jurisdictional borders is difficult generally, it promises to be even harder in shared jurisdiction regimes*" (GERSEN, op. cit., p. 210).

[16] "*Without interagency collaboration, policymaking and its implementation are likely to be fragmented and divided among agencies with overlapping jurisdictions and shared or related responsibilities. Possible results of this condition, which collaboration could minimize, are uncertainty over existing and future roles and responsibilities of individual agencies,* […]*, or an ignorance of other agencies' responsibilities and activities in the same realm*" (KAISER, op. cit., p. 16).

[17] LANDAU, op. cit., p. 356.

[18] "*We divide coordination instruments into four distinct categories: consultation provisions, interagency agreements, joint policymaking, and centralized White House review*" (FREEMAN, Jody; ROSSI, Jim. Agency Coordination in Shared Regulatory Space, 125 Harvard Law Review, 1131, p. 1155).

posicionamento adotado pela outra. Assim, evita-se que haja atuações contraditórias entre elas[19].

Outra opção é a celebração de acordos entre as instituições. Por meio destes, pode-se repartir tarefas e responsabilidades entre elas, que variam desde a delimitação mais clara de competências, até o estabelecimento de procedimentos de trocas de informações e o comprometimento de colaboração para se alcançar objetivos comuns. A literatura aponta como exemplo frequente de mecanismo de coordenação a celebração de Memorando de Entendimento [20, 21].

Uma terceira forma de coordenação é a celebração conjunta de políticas. Esse mecanismo tende a refletir um entendimento harmônico entre as instituições, de modo a transmitir para a sociedade um direcionamento único de conduta a ser seguida[22].

O quarto modo de coordenação identificado na literatura diz respeito à concentração da competência para supervisionar eventual conflito a uma entidade superior às agências[23]. Desse modo, resolve-se qualquer litígio que possa surgir acerca de disputa de hierarquia entre elas e quanto à adoção de entendimentos contraditórios em determinado caso.

---

[19] Para maiores informações, confira-se: Ibid, p. 1157.
[20] Ibid, p. 1161.
[21] "*Agencies sign MOUs for a variety of purposes, including (1) delineating jurisdictional lines, (2) establishing procedures for information sharing or information production, (3) agreeing to collaborate in a common mission, (4) coordinating reviews or approvals where more than one agency has authority to act in a particular substantive area, and (5) in rarer cases (and potentially subject to additional procedures under the Administrative Procedure Act (APA)) agreeing on substantive policy. Their content varies widely*" (Ibid, p. 1161).
[22] "*These strategies typically go beyond consultation provisions by binding the agencies together, and they tend to be more visible and legally enforceable than interagency agreements are. Such joint policymaking techniques include incorporating another agency's rules by reference, following model rules, and adopting "interlocking" rules and "parallel" rules. Perhaps the best example of such an instrument is joint rulemaking, which typically involves two or more agencies agreeing to adopt a single regulatory preamble and text*" (Ibid, p. 1165).
[23] Freeman cita como exemplo a coordenação centrada na figura do Presidente (Ibid, p. 1173).

## III. BSM e CVM – Sobreposição de competências

*Modelo atualmente em vigor- Instrução CVM nº 461/2007*

A CVM é uma autarquia federal, criada pela Lei nº 6.385/1976, com personalidade jurídica e patrimônio próprios, dotada de autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo, estabilidade de seus dirigentes, e autonomia financeira e orçamentária[24].

Dentre o rol de competências da CVM, constam (i) a de fiscalizar as atividades e os serviços do mercado de valores mobiliários, bem como a veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele participem e aos valores nele negociados; e (ii) a de fiscalizar e inspecionar as companhias abertas[25].

No cumprimento das suas atribuições, a CVM pode instaurar processo administrativo para apurar atos ilegais e práticas não equitativas de administradores, membros de conselhos fiscais e acionistas de companhias abertas, dos intermediários e dos demais participantes do

---

[24] Conforme o artigo 5º da Lei nº 6.385/1976: "[é] *instituída a Comissão de Valores Mobiliários, entidade autárquica em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, com personalidade jurídica e patrimônio próprios, dotada de autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, e autonomia financeira e orçamentária*".

[25] "*Art. 8º Compete à Comissão de Valores Mobiliários:*

[...]

*III - fiscalizar permanentemente as atividades e os serviços do mercado de valores mobiliários, de que trata o Art. 1º, bem como a veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele participem, e aos valores nele negociados;*

[...]

*V - fiscalizar e inspecionar as companhias abertas dada prioridade às que não apresentem lucro em balanço ou às que deixem de pagar o dividendo mínimo obrigatório*".

mercado, bem como aplicar a eles penalidades, sem prejuízo de responsabilidade civil ou penal[26,27.]

A Lei nº 6.385/1976, no artigo 8º, §1º, prevê que a competência da CVM não exclui a das Bolsas de Valores, das Bolsas de Mercadorias e Futuros, e das entidades de compensação e liquidação com relação aos seus membros e aos valores mobiliários nelas negociados[28].

O artigo 17 da mesma lei, por sua vez, disciplina que as entidades administradoras de mercados de valores mobiliários possuem autonomia administrativa, financeira e patrimonial e devem operar sob a supervisão da CVM. Já o §1º dispõe que incumbe a elas, como órgãos auxiliares da CVM, fiscalizar os respectivos membros e as operações com valores mobiliários nelas realizadas[29].

---

[26] "*Art 9º A Comissão de Valores Mobiliários, observado o disposto no § 2o do art. 15, poderá:*
[...]
*V - apurar, mediante processo administrativo, atos ilegais e práticas não eqüitativas de administradores, membros do conselho fiscal e acionistas de companhias abertas, dos intermediários e dos demais participantes do mercado;*
*VI - aplicar aos autores das infrações indicadas no inciso anterior as penalidades previstas no Art. 11, sem prejuízo da responsabilidade civil ou penal*
[...]
*§ 6o A Comissão será competente para apurar e punir condutas fraudulentas no mercado de valores mobiliários sempre que:*
*I - seus efeitos ocasionem danos a pessoas residentes no território nacional, independentemente do local em que tenham ocorrido; e*
*II - os atos ou omissões relevantes tenham sido praticados em território nacional".*

[27] "*Art. 11. A Comissão de Valores Mobiliários poderá impor aos infratores das normas desta Lei, da Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (Lei de Sociedades por Ações), de suas resoluções e de outras normas legais cujo cumprimento lhe caiba fiscalizar as seguintes penalidades, isoladas ou cumulativamente:*
*I - advertência;*
*II - multa;*
*III - (revogado);*
*IV - inabilitação temporária, até o máximo de 20 (vinte) anos, para o exercício de cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários;*
*V - suspensão da autorização ou registro para o exercício das atividades de que trata esta Lei;*
*VI - inabilitação temporária, até o máximo de 20 (vinte) anos, para o exercício das atividades de que trata esta Lei;*
*VII - proibição temporária, até o máximo de vinte anos, de praticar determinadas atividades ou operações, para os integrantes do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários;*
*VIII - proibição temporária, até o máximo de dez anos, de atuar, direta ou indiretamente, em uma ou mais modalidades de operação no mercado de valores mobiliários*".

[28] "*Art. 8º. [...] § 1o O disposto neste artigo não exclui a competência das Bolsas de Valores, das Bolsas de Mercadorias e Futuros, e das entidades de compensação e liquidação com relação aos seus membros e aos valores mobiliários nelas negociados*".

[29] "*Art. 17. As Bolsas de Valores, as Bolsas de Mercadorias e Futuros, as entidades do mercado de balcão organizado e as entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários terão autonomia administrativa, financeira e patrimonial, operando sob a supervisão da Comissão de Valores Mobiliários.*
*§ 1º Às Bolsas de Valores, às Bolsas de Mercadorias e Futuros, às entidades do mercado de balcão organizado e às entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários incumbe, como órgãos auxiliares da Comissão de Valores Mobiliários, fiscalizar os respectivos membros e as operações com valores mobiliários nelas realizadas*".

Assim, o legislador instituiu um sistema de corregulação no mercado de capitais, no qual a CVM é auxiliada por entidades privadas, que atuam sob a supervisão desta. Trata-se de um modelo de autorregulação supervisionada pelo Estado. Nesse sistema de delegação duplicada no que tange ao exercício de poder punitivo, a Autarquia e o Autorregulador são competentes em parte para investigar e apurar os mesmos fatos, bem como aplicar sanções aos mesmos agentes.

Trata-se de competência concorrente, na qual o exercício da atribuição pelo autorregulador não afasta a competência da CVM.

A Instrução CVM nº 461/2007 disciplina os mercados regulamentados de valores mobiliários e dispõe sobre a constituição, a organização, o funcionamento e a extinção das bolsas de valores, bolsas de mercadorias e futuros e mercados de balcão organizado, dentre outras providências.

No Capítulo IV, relativo à autorregulação dos mercados organizados de valores mobiliários, a referida Instrução trata sobre a aplicação de penalidades sobre as mesmas pessoas e fatos pela CVM e pela BSM.

Em que pese admitir eventual punição de forma cumulativa pela Autarquia e pela entidade autorreguladora, a norma estabelece, no artigo 49 §§4º, 5º e 6º, parâmetros para que essa dupla apenação se concretize[30]. Tais comandos conferem à CVM a possibilidade de aproveitar-se das penalidades impostas pela BSM, a fim de utilizar-se delas para a celebração de termo de compromisso, ou para reduzir a punição aplicada.

Assim, o §4º concede ao investigado pela CVM o direito de requerer que "*a penalidade que lhe tenha sido imposta, ou a prestação que tenha sido acordada em termo de compromisso*

[30] "*Art. 49. A violação das normas cuja fiscalização incumba ao Departamento de Auto-Regulação sujeita seus infratores às penalidades previstas em regulamento.*
[...]
*§4º O investigado pode requerer que a penalidade que lhe tenha sido imposta, ou a prestação que tenha sido acordada em termo de compromisso celebrado no âmbito da auto-regulação, seja submetida à CVM como base para a celebração de termo de compromisso.*
*§5º No julgamento das infrações das normas legais sob sua competência, a CVM poderá reduzir, das penalidades que venha a aplicar, aquelas que tenham sido impostas no âmbito da auto-regulação.*
*§6º Em processos administrativos perante a CVM que tenham por objeto os mesmos fatos já apurados no âmbito da auto-regulação, a pena máxima prevista no art. 11, §1º, da Lei 6.385, de 1976, deve ser calculada somando-se a pena imposta pela auto-regulação e aquela aplicada pela CVM, quando forem da mesma natureza*".

*celebrado no âmbito da auto-regulação, seja submetida à CVM como base para a celebração de termo de compromisso*".

No mesmo sentido, o §5º autoriza que "*no julgamento das infrações das normas legais sob sua competência, a CVM poderá reduzir, das penalidades que venha a aplicar, aquelas que tenham sido impostas no âmbito da auto-regulação*".

Por fim, o §6º fixa como o limite de pena que pode ser imposta à mesma pessoa a máxima prevista no artigo 11, §1º, da Lei nº 6.385/76: "*em processos administrativos perante a CVM que tenham por objeto os mesmos fatos já apurados no âmbito da auto-regulação, a pena máxima prevista no art. 11, §1º, da Lei 6.385, de 1976, deve ser calculada somando-se a pena imposta pela auto-regulação e aquela aplicada pela CVM, quando forem da mesma natureza*".

A proposta apresentada por meio da Minuta B de se excluir referidos comandos acarreta na identificação de problemas, como se demonstra a seguir.

*Manifestações apresentadas no âmbito da Audiência Pública*

A Audiência Pública SDM nº 09/2019 contou com a participação de muitos agentes do mercado. Alguns dos comentários enviados à CVM abordaram a proposta de exclusão do disposto no artigo 49, §§4º, 5º e 6º, da Instrução CVM nº 461/2007, tendo todos eles se manifestado de forma contrária à supressão sugerida. Além disso, diversos dos comentários se posicionaram a favor de uma reforma do conteúdo dos referidos parágrafos, a fim de tornar mais claro o seu comando.

A seguir, são expostos os principais argumentos apresentados e, em seguida, as sugestões elaboradas.

Um primeiro ponto trazido contrário à eliminação dos dispositivos ora em análise diz respeito ao aumento da insegurança jurídica que isso acarreta. Ao se retirar a previsão expressa de aproveitamento, pela Autarquia, das penalidades impostas pelo autorregulador, os regulados ficam sujeitos a um potencial entendimento de que podem vir a ser responsabilizados duas vezes pelos mesmos fatos[31]. A ausência dessa regra pode vir a acarretar em duplicidade de

[31] Nesse sentido, confira-se as manifestações apresentadas por (i) Associação Nacional das Corretoras e Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários, Câmbio e Mercadorias ("ANCORD"); (ii) XP Investimentos Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários S.A. ("XP"); e (iii) Chediak Lopes da Costa, Cristofaro, Simões Advogados ("Chediak Advogados").

fiscalizações, apurações, condenações e aplicação de penalidades aos mesmos participantes do mercado e pelos mesmos fatos.

Os participantes da Audiência Pública lembraram também que a exclusão proposta acarreta em aumento de ineficiência e de redundância regulatória e contraria o esforço adotado pela CVM ao longo dos últimos anos de redução dos custos de observância regulatória entre os participantes do mercado de capitais[32]. O Projeto Estratégico de Redução de Custo de Observância Regulatória vem sendo adotado pela CVM desde 2017 e tem como foco principal o de incrementar a eficiência da regulação[33]. No mesmo sentido, a Agenda Regulatória 2022 objetiva garantir a integridade e promover o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, alinhado com as necessidades e expectativas dos regulados[34].

Em seguida, alguns dos comentários identificados sugeriram que, além da manutenção dos §§4º, 5º e 6º, do artigo 49 da Instrução CVM nº 461, a norma seja alterada para que as competências sejam mais claramente definidas.

Apontou-se que, embora prevaleça atualmente o entendimento de que o aproveitamento das penalidades pela CVM é obrigatório, identifica-se situações em que as áreas técnicas da CVM acabam assumindo o papel de investigar os mesmos fatos e imputar aos participantes do mercado as mesmas acusações que as formuladas contra estes pelo autorregulador[35].

Nesse sentido, as sugestões analisadas recomendam não apenas a manutenção do disposto no artigo 49, §§4º a 6º, da Instrução CVM nº 461, como também a sua alteração para que se inclua na regra a previsão expressa de que o aproveitamento pela CVM das investigações e penalidades impostas pela BSM constitui um poder-dever da Autarquia. Objetiva-se, com isso, tornar explícito que a norma constitui uma obrigação, e não uma faculdade. Espera-se que uma definição mais precisa e delimitada das competências de cada ente viabilize um funcionamento mais eficiente do mercado[36].

Portanto, nota-se que o posicionamento do mercado no âmbito da Audiência Pública SDM nº 09/19 foi uníssono no sentido de que o comando contido nos §§ 4º a 6º do artigo 49 da

[32] Nesse sentido, veja-se as manifestações apresentadas pela ANCORD e pela XP.
[33] Para maiores informações, confira-se: <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/custo_observancia.html>.
[34] Para maiores informações, confira-se: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/cvm-lanca-agenda-regulatoria-para-2022>.
[35] A respeito, confira-se a manifestação apresentada pela XP.
[36] Nesse sentido, confira-se a manifestação apresentada pela ANCORD.

Instrução CVM nº 461 deve ser mantido na Minuta B proposta, tendo parte dos manifestantes sugerido o seu aprimoramento, de modo a tornar mais precisa a sua redação.

*Análise crítica da proposta*

A supressão dos dispositivos ora em comento acarreta potencialmente em situações de insegurança jurídica e de possibilidade de dupla apenação.

No âmbito do Relatório de Análise SDM – Processo nº RJ2003/11142, que analisou as manifestações recebidas durante a Audiência Pública SDM nº 06/2007, a qual resultou na edição Instrução CVM nº 461/2007, a Superintendência de Desenvolvimento do Mercado da CVM esclareceu o objetivo da previsão constante dos §§4º, 5º e 6º do artigo 49:

> Em complemento a isto, os §§4º, 5º e 6º do art. 46 [atual artigo 49] formalizam um mecanismo de 'aproveitamento', junto à CVM, das penalidades que tenham sido impostas pelo Conselho de Auto-Regulação, ou das contraprestações que tenham sido acertadas em Termos de Compromisso. Com esse mecanismo pretendeu-se, de um lado, contornar eventuais alegações de 'bis in idem' que poderiam ter lugar (§§4º e 5º) e, de outro lado, incentivar a atuação punitiva do Conselho de Auto-Regulação, explicitando que as penalidades que vierem a ser impostas por este órgão serão levadas em conta pela CVM na dosimetria da pena, na celebração de termos de compromisso, ou mesmo na decisão de dar ou não início a um processo sancionador.

As limitações contidas nos §§4º, 5º e 6º constituem um mecanismo que, em tese, garante o aproveitamento pela CVM das penalidades que tenham sido impostas pela BSM. Trata-se – ou deveria tratar-se – de uma garantia do acusado de que ele não será duplamente penalizado.

A dupla apenação a uma mesma pessoa pelos mesmos fatos constitui prática denominada de *bis in idem*[37]. Os seguintes pressupostos caracterizam a ocorrência desse

[37] Sobre o princípio do *non bis in idem*, confira-se:
"*The principle that a person should not be prosecuted more than once for the same criminal conduct, expressed in the maxim ne bis in idem and also referred to as the rule against double jeopardy,' is prevalent among the legal systems of the world. The rule is the criminal law application of a broader principle, aimed at protecting the finality of judgments, encapsulated in the doctrine res judicata.*
[…]
***At an intuitive level, the validity of the notion that an individual should only be punished once for the same offence seems self-evident****. It might be argued that a prohibition on successive trials, as opposed to punishment as such, is less so. However,* ***important values are protected by the prohibition of successive trials for the same***

cenário: (i) identidade subjetiva – incidência em relação ao mesmo sujeito passivo, independentemente de a pessoa ter sido responsabilizada individualmente ou em conjunto com outras –; (ii) identidade de fatos constitutivos da suposta infração e que estão contemplados na norma sancionadora; e (iii) identidade de fundamento legal – a norma sancionadora supostamente violada é a mesma[38].

Esse princípio é plenamente aplicável no âmbito do direito administrativo sancionador[39].

Como visto, a CVM e a BSM possuem, em parte, competência para fiscalizar (i) os mesmos sujeitos; (ii) os mesmos fatos; e (iii) violações às mesmas normas; razão pela qual a atuação punitiva de ambas cumulativamente poderia constituir violação ao princípio do *non bis in idem*.

No intuito de evitar que isso ocorra, os referidos parágrafos do artigo 49 impõem à CVM a obrigação de levar em consideração as penas aplicadas pela BSM. Assim, a norma determina que a CVM, nos casos em que instaure processo administrativo tendo por objeto os mesmos fatos já apurados em processos julgados no âmbito da autorregulação, leve em consideração as penas aplicadas e os termos de compromisso celebrados pela BSM[40].

---

***conduct***. *A useful starting point for a discussion of the rationale underlying ne bis in idem is the decision of the US Supreme Court in Crist v. Bretz. Speaking for the Court, Justice Stewart identified four policy factors justifying the rule against double jeopardy:*
*1.* ***respect for the finality and conclusiveness of judgments****,*
*2.* ***avoidance of continuing embarrassment and stress to the accused through the application against him or her of the far greater resources and might of the state****,*
*3.* ***avoidance of the increased possibility that the accused will be found guilty, though he or she is actually innocent****, and*
*4. the valued right of the accused to complete the trial with the jury originally chosen*" (CONWAY, Gerard. *Ne Bis in Idem in International Law*. International Criminal Law Review, vol. 3, no. 3, 2003, p. 217-244. HeinOnline – grifo nosso).
E
"***When it comes to intra state judicial regulation, the principle of non or ne bis in idem is recognized as a core protective mechanism in relation to the rights of the individual by the majority of national legal systems*** […]. *Under different definitions and titles, these national and international texts seem to unanimously consider the principle as a safeguard offered to the accused. They focus indeed on the principle guaranteeing an individual's freedom within national territorial limits:* ***it protects the accused from potential abuse of process, avoiding the possibility of the individual being put 'in jeopardy' by being subjected to successive prosecutions by national jurisdictions in relation to the same behaviour or crime****. It also ensures respect for the authority of a national court's decision and protects legal security by holding that a court's decision is final*" (BERNARD, Diane. Ne bis in idem - Protector of Defendants' Rights or Jurisdictional Pointsman. Journal of International Criminal Justice, vol. 9, no. 4, September 2011, p. 863-880. HeinOnline – grifo nosso).

[38] EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de Capitais – regime jurídico*. 4ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2019. pp. 434 e 435.

[39] Ibid, pp. 433.

[40] Ibid, p. 311.

Ademais, o artigo 37 da Constituição Federal de 1988 prevê como um dos princípios que regem a administração pública o da eficiência[41]. Apesar de o exercício da competência pelo autorregulador não afastar a competência da CVM, a atuação daquele pode vir a tornar desnecessária e ineficiente eventual atividade punitiva por parte da Autarquia. É possível que esta considere que a eventual irregularidade já foi objeto de adequada e proporcional reprimenda por parte da entidade autorreguladora e que, portanto, não há mais qualquer resposta estatal a ser dada[42].

Isso possibilita à Administração Pública destinar os seus recursos materiais e humanos para áreas em que a autoridade autorreguladora não tenha competência para atuar, ou em que não haja atuado de forma adequada[43].

Nesse sentido, o disposto nos §§ 4º a 6º do artigo 49 da Instrução CVM nº 461/2007 se coaduna com a existência de uma máquina estatal eficiente em termos de alocação de tempo e de recursos.

Como se sabe, a pena possui basicamente duas finalidades: (i) repressiva, no sentido de reprimir a prática do ato tido como ilícito; e (ii) preventiva, visando desestimular sua nova ocorrência. A atuação da BSM e da CVM está voltada, em parte, à tutela das mesmas normas e bens jurídicos, razão pela qual eventuais interpretações distintas conferidas aos mesmos fatos e à luz dos mesmos diplomas legais poderia vir a submeter os particulares a um elevado grau de incerteza e insegurança jurídicas quanto ao comportamento que estes devem adotar para evitar novas sanções.

Além disso, a possibilidade de, analisando os mesmos fatos, os dois entes chegarem a conclusões diversas, poderia vir a expor os indivíduos a tratamentos desiguais, em violação ao princípio da isonomia. Não se pretende aqui propor que a CVM, em respeito à segurança jurídica, exerça sua atividade sancionadora com base nas conclusões do Conselho de Supervisão da BSM, sem tecer suas próprias considerações a respeito dos fatos e provas, pois

---

[41] "*Art. 37. A administração pública direta e indireta de qualquer dos Poderes da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios obedecerá aos princípios de legalidade, impessoalidade, moralidade, publicidade e eficiência* [...]".

[42] WELLISH, Julya Sotto Mayor. *Comentários ao Artigo 8º*. *In* CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (coord.). Comentários à Lei do Mercado de Capitais - Lei n° 6.385/76. São Paulo: Quartier Latin, 2015. pp. 173-174.

[43] Ibid, pp. 173-174.

isso violaria o princípio constitucional do livre convencimento motivado que deve reger as decisões do julgador, nos termos do art. 93, inciso X, da Constituição Federal de 1988[44].

O que se atenta é que, embora a BSM não integre a Administração Pública, a ela foi atribuído poder investigativo e punitivo sobre os particulares. Assim como a CVM, o autorregulador pode apurar fatos e aplicar sanções. Por essa razão, é necessário cautela para se evitar submeter eventual investigado a um exercício do contraditório e da ampla defesa duplamente sobre os mesmos fatos e à luz das mesmas normas, com a potencialidade de se chegar a resultados de julgamento diferentes. Confira-se trecho que, embora não se refira diretamente à presente discussão, contém raciocínio que pode ser aplicado por analogia:

> [...] contraria todos esses paradigmas jurídicos que a mesma Administração Pública (por exemplo, a pessoa jurídica União Federal), considerasse por um de seus órgãos que o fato não ocorreu e, por outro órgão dessa mesma pessoa jurídica, que o mesmo fato ocorreu, já que em um Estado Democrático de Direito, deve se ter a 'confiança de que não serão adotadas condutas confusas e equívocas nos procedimentos nos quais serão emitidos os atos que gerarão as relações entre a Administração e o administrado' (ARAGÃO, 2008, p. 6).

Diante disso, conclui-se que os §§ 4º a 6º do artigo 49 da Instrução CVM nº 461 devem ser mantidos, pois objetivam assegurar o aproveitamento pela CVM das penalidades impostas pela BSM, de modo a se evitar a dupla apenação no âmbito de processos administrativos sancionadores.

## IV. Conclusão

Como visto, a BSM e a CVM têm determinadas competências punitivas que podem ser classificadas como delegação duplicada, pois há uma sobreposição quanto à possibilidade de fiscalização e aplicação de penalidades. Uma forma identificada de solucionar esse *overlap* regulatório e evitar a dupla apenação é a coordenação no espaço regulatório compartilhado por meio dos comandos previstos na Instrução CVM nº 461/2007, que determinam o aproveitamento pela Autarquia das investigações e penas impostas pelo autorregulador.

---

[44] "*Art. 93. Lei complementar, de iniciativa do Supremo Tribunal Federal, disporá sobre o Estatuto da Magistratura, observados os seguintes princípios:* [...] *X as decisões administrativas dos tribunais serão motivadas e em sessão pública, sendo as disciplinares tomadas pelo voto da maioria absoluta de seus membros*".

No presente artigo, demonstrou-se a importância de se manter o comando contido no artigo 49, §§ 4º, 5º e 6º, da Instrução CVM nº 461/2007 na Minuta B proposta. Tal discussão consta da Agenda Regulatória 2022 da CVM e envolve questão de extrema relevância para os participantes do mercado.

É importante que se tenha cautela no exercício da delegação duplicada quanto à investigação de fatos e aplicação de penalidades, notadamente no âmbito do direito administrativo sancionador.

A instauração pela Autarquia de processo voltado a investigar fatos já analisados e julgados pela BSM pode vir a configurar alocação ineficiente de recursos pela máquina estatal, em violação ao princípio da eficiência administrativa.

A submissão do particular a um novo exercício de defesa em relação a questões que já foram investigadas e punidas na mesma esfera também o obriga ao dispêndio de tempo e recursos, além de submetê-lo a um repetido – e muitas vezes desgastante – contraditório.

Por fim, eventual dupla apenação, além de constituir prática que potencialmente viola o princípio do *non bis in idem*¸ pode ferir o princípio da isonomia e representar ônus excessivo ao particular.

A previsão de dispositivo que obrigue o aproveitamento pela CVM de punições aplicadas pela BSM é recomendável, a fim de garantir a eventuais investigados maior segurança jurídica. Nesse sentido, propõe-se não apenas a inserção dos referidos dispositivos na Minuta B, mas também a sua reforma, no intuito de se esclarecer que se trata de um poder-dever da Autarquia.

**Referências**

ARAGÃO, Alexandre. **Teoria das autolimitações administrativas: atos próprios, confiança legítima e contradições entre órgãos administrativos**. Revista Eletrônica de Direito Administrativo Econômico. Salvador: Redae, n. 14, maio/junho/julho 2008.

BERNARD, Diane. **Ne bis in idem - Protector of Defendants' Rights or Jurisdictional Pointsman**. Journal of International Criminal Justice, vol. 9, no. 4, September 2011. HeinOnline.

BRADLEY, Keith. **The Design of Agency Interactions**. Columbia Law Review. Vol. 111. No. 4, 2011.

BRASIL. **Constituição Federal de 1988**. Disponível em <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicaocompilado.htm>. Acesso em 27.12.2021.

BRASIL. **Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976**. Disponível em <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm>. Acesso em 04.01.2022.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Agenda Regulatória CVM 2022**. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/cvm-lanca-agenda-regulatoria-para-2022>. Acesso em 03.01.2022.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Edital de Audiência Pública SDM nº 09/2019**. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2019/sdm0919.html>. Acesso em 10.12.2021.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução CVM nº 461, de 23 de outubro de 2007**. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst461.html>. Acesso em 27.12.2021.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Manifestações apresentadas no âmbito da Audiência Pública SDM nº 09/2019**. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2019/sdm0919.html>. Acesso em 10.12.2021.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Projeto Estratégico de Redução de Custo de Observância Regulatória**. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/custo_observancia.html>. Acesso em 15.12.2021.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Relatório de Análise SDM – Processo nº RJ2003/11142**. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2007/sdm0607.html>. Acesso em 15.12.2021.

CONWAY, Gerard. **Ne Bis in Idem in International Law**. International Criminal Law Review, vol. 3, no. 3, 2003. HeinOnline.

DOS SANTOS, Alexandre Pinheiro; OSÓRIO, Fábio Medina; WELLISCH, Julya Sotto Mayor. **Mercado de Capitais: Regime Sancionador**. São Paulo: Saraiva, 2012.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais – regime jurídico**. 4ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2019.

FREEMAN, Jody; ROSSI, Jim. **Agency Coordination in Shared Regulatory Space**. 125 Harvard Law Review, 1131.

GERSEN, Jacob E. **Overlapping and Underlapping Jurisdiction in Administrative Law**. The Supreme Court Review. Vol. 2006, No. 1. 2006.

KAISER, Frederick M. **Interagency Collaborative Arrangements and Activities: Types, Rationales, Considerations**. Congressional Research Service. 2011.

LANDAU, Martin. **Redundancy, Rationality, and the Problem of Duplication and Overlap**. Public Administration Review. Vol. 29. No. 4. 1969.

MARISAM, Jason. **Duplicative Delegations**. 63 ADMIN. L. REV. 181, 184 (2011) 1131.

WELLISH, Julya Sotto Mayor. **Comentários ao Artigo 8º**. In: CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (coord.). Comentários à Lei do Mercado de Capitais - Lei n° 6.385/76. São Paulo: Quartier Latin. 2015.