FGV DIREITO SP
Núcleo em Mercados Financeiro e de Capitais

ALÉM DOS NÚMEROS DA CVM

Enforcement no Mercado de Capitais Brasileiro

2021

FGV DIREITO SP
Núcleo em Mercados Financeiro e de Capitais

AUTORES

COORDENADORES

VIVIANE MULLER PRADO (VIVIANE.PRADO@FGV.BR)

É professora da Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getulio Vargas (FGV Direito - SP), onde coordena o Núcleo em Mercados Financeiros e de Capitais (MFCap). Obteve título de doutora em Direito Comercial pela USP. Bacharel em Direito pela Universidade Federal do Paraná.

MARCOS GALILEU LORENA DUTRA (MARCOS.DUTRA@FGV.BR)

Bacharel e Mestre em Administração de Empresas pela EAESP/FGV. Bacharel e Doutor em Direito pela USP. Funcionário de carreira da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). É professor dos cursos de pós graduação *lato sensu* da FGV Direito - SP (FGVLaw).

PESQUISADORES DE PÓS-GRADUAÇÃO

ANA PAULA RIBEIRO NANI (ANA.NANI@FGV.BR)

Graduada em Direito pela Fundação Getulio Vargas de São Paulo (FGV Direito - SP). Foi bolsista de iniciação científica na Associação Brasileira de Direito e Economia (ABDE). É mestranda em Direito dos Negócios na FGV Direito - SP e pesquisadora do Núcleo em Mercados Financeiros e de Capitais (MFCap).

PESQUISADORES DE GRADUAÇÃO

ISABELLA CRUZ BORELLI PAIVA BARROS (ISABELLACBPBARROS@GMAIL.COM)

Graduanda do 5º semestre em Direito pela Fundação Getulio Vargas de São Paulo (FGV Direito - SP).

MARIANNA B . DIAZ M. DE OLIVEIRA (MARIANNADIAZ@USP.BR)

Estudante da Graduação em Direito da USP. Participante da Partenariat International Triangulaire d'Enseignement Supérieur (PITES), dupla graduação em Direito com a Université Jean Monnet Saint-Étienne.

RAMON MOUSSA ABDUL AZIZ KANJ (KANJRAMON@GMAIL.COM)

Graduando do 5º semestre em Direito pela Fundação Getúlio Vargas (FGV Direito - SP) com Bolsa da Presidência integral não restituível.

TIFFANY FELÍCIO (TIFFANY_FELICIO@HOTMAIL.COM)

Graduanda do 7º semestre em Direito pela Fundação Getulio Vargas de São Paulo (FGV Direito - SP).

CIENTISTA DE DADOS

EZEQUIEL FAJRELDINES DOS SANTOS (EZEQUIEL.SANTOS@FGV.BR)

Graduado pela Universidade Federal do Rio Grande do Sul. Mestre e doutorando em Direito e Desenvolvimento pela Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getulio Vargas (FGV Direito SP). É pesquisador do Núcleo em Mercados Financeiros e de Capitais (MFCap) e no Laboratório de Dados e Pesquisa Empírica.

FGV DIREITO SP
Núcleo em Mercados Financeiro e de Capitais

SUMÁRIO

04 **Apresentação**

05 **Processos Julgados e Termos de Compromisso**

PRINCIPAIS CONSTATAÇÕES

07 **Processos Julgados**

RESULTADOS GERAIS

AGENDA PUNITIVA E RESULTADOS DOS JULGAMENTOS

RADIOGRAFIA DE CASOS SOCIETÁRIOS

RADIOGRAFIA DE OFERTAS PÚBLICAS

RADIOGRAFIA DE INTERMEDIAÇÃO

PENALIDADES APLICADAS

AS MULTAS APLICADAS

AINDA SOBRE AS PENALIDADES APLICADAS

A DOSIMETRIA

APLICAÇÃO DA NOVA DOSIMETRIA

16 **Termos de Compromisso**

TEMAS

RESULTADO DA ANÁLISE DAS PROPOSTAS

JUSTIFICATIVAS PARA ACEITAÇÃO E REJEIÇÃO

OBRIGAÇÕES DE PAGAR POR TEMAS

GRAVIDADE DAS CONDUTAS ANALISADAS

21 **Notas Metodológicas e Formação do Banco de Dados da Pesquisa**

Apresentação

RELATÓRIO DE ENFORCEMENT DE 2021

Conhecer a atividade sancionadora da Comissão de Valores Mobiliários - CVM é relevante para compreender e avaliar a efetividade do regime jurídico que disciplina a conduta dos agentes do mercado de capitais. Uma visão panorâmica da atividade sancionadora, com divulgação de números, serve como ponto de partida para essa avaliação.

Desde 2019 o Núcleo de Estudos em Mercados Financeiro e de Capitais da FGV Direito - SP (MFCap) acompanha o resultado da atividade sancionadora da CVM e a divulgação dos relatórios trimestrais e anuais do regulador. O nosso trabalho apresenta análises e uma organização dos dados que vão além dos relatórios oficiais, sempre baseado nas informações públicas disponíveis.

O objetivo é identificar tendências ao longo do tempo e sua relação com o mandato legal da CVM, que inclui garantir o funcionamento eficiente e regular do mercado, proteger os investidores contra emissões irregulares, atos ilegais de administradores, uso de informações privilegiadas e a ocorrência de modalidades de abuso de mercado, nos termos do art. 4º. da Lei n.º 6.385/1976.

Este relatório é um esforço nessa direção, trazendo dados e informações de 2021 sobre processos administrativos julgados e os termos de compromisso avaliados pela CVM ao longo do ano. Sempre que oportuno, são feitas comparações com os resultados de 2019 e 2020, possibilitando uma visão da dinâmica dessa atividade sancionadora.

É importante lembrar que no exercício de seu mandato legal, a atividade sancionadora da CVM insere-se em um contexto mais amplo, que inclui iniciativas de natureza educativa, consultiva e de supervisão (diretamente por meio dos programas de Supervisão Baseada em Risco, ou indiretamente, com a atuação de autorreguladores tais como BSM, ANBIMA e APIMEC), dentre outras.

Pelo menos desde 2017 a CVM tem publicado relatórios específicos sobre sua atividade sancionadora, em uma iniciativa de aumento da transparência sobre esse assunto. Este relatório do MFCap é editado pelo segundo ano, como complemento a essa prestação de contas, com uma visão mais analítica e independente sobre esses resultados.

DISCLAIMER

Este relatório é elaborado por pesquisadores com diferentes vínculos institucionais. Devemos destacar que o material aqui elaborado e as opiniões nele contidas não refletem necessariamente as posições da Comissão de Valores Mobiliários, da Fundação Getulio Vargas e de outras instituições com as quais os pesquisadores tenham vínculos atuais ou passados.

Processos Julgados e Termos de Compromisso

PRINCIPAIS CONSTATAÇÕES (1/2)

O ENFORCEMENT NA CVM EM 2021

Quando se observa o número de processos julgados, a comparação com os resultados colhidos nos anos anteriores revela uma desaceleração do ritmo de julgamentos pelo Colegiado da CVM. Após atingir um recorde histórico de 109 processos julgados em 2018, o número de casos concluídos se reduziu, em especial a partir de 2020 (63 casos contra 98 em 2019), alcançando 56 processos em 2021.

Segundo dados da própria CVM, a redução na conclusão de casos por meio de julgamento pelo Colegiado convive com a expansão no número de processos com potencial sancionador, ainda pendentes de decisão. De acordo com informações da autarquia, eram 346 processos nessa condição ao final do ano de 2021, um crescimento de 36,7% em relação ao ano anterior.

Alguns fatores identificados no ano de 2020 continuaram a prejudicar uma maior agilidade na conclusão de processos mediante julgamento, em especial o fato de que o órgão julgador (Colegiado da CVM) continuou a funcionar de maneira incompleta, com vagas não preenchidas ao longo de 2021.

A incompletude do Colegiado tem sido acompanhada dos já conhecidos problemas orçamentários, cujos efeitos, ainda que de difícil quantificação, podem ser ainda mais agudos em 2022, uma vez que o Congresso Nacional deliberou por um significativo corte no orçamento da CVM.

De qualquer forma, merece atenção o fato de que o novo regime sancionador inaugurado com a Lei n.º 13.506, de 13 de novembro de 2017, tenha sido desacompanhado de uma maior intensidade no exercício da atividade de *enforcement*, em especial quando medida pelos processos levados a julgamento (enquanto que os termos de compromisso mantiveram certa estabilidade nos últimos anos, como se verá a seguir).

Não obstante, a partir da metodologia de análise aplicada pelo MFCap nos dados dos últimos três anos, é possível se notar um considerável dinamismo no perfil dos casos concluídos. Para os processos julgados, observou-se em 2021 uma preponderância dos casos ligados aos emissores, seja por questões societárias (45,6% das acusações), problemas informacionais (12,9%) ou relacionadas à elaboração e divulgação de demonstrações financeiras (9,2%). Pelo menos em termos de participação relativa, essa pauta contrasta com a observada em 2020, quando ilícitos de mercado (23,8% dos processos) e ofertas públicas (15,9%) tiveram grande representatividade, ao lado do próprio tema societário (27,0%).

Ao mesmo tempo, outras questões mantêm certa estabilidade em 2021: não houve grande mudança no percentual de condenações (50,3% das acusações analisadas), nem na preponderância de pessoas naturais como acusadas (86,9%).

Processos Julgados e Termos de Compromisso

PRINCIPAIS CONSTATAÇÕES (2/2)

O ENFORCEMENT NA CVM EM 2021

A impressão de uma atividade sancionadora mais modesta é reforçada pelo valor total das multas aplicadas a cada ano, uma vez que em 2021 apurou-se o menor valor pelo menos desde 2016 - mesmo em um novo contexto no qual o valor da multa potencialmente aplicável tenha crescido de R$ 500 mil para R$ 50 milhões, a partir da edição da Lei n.º 13.506/2017 (e, pelo menos em tese, aplicável a fatos ocorridos após sua entrada em vigor).

Neste particular, os reduzidos números de 2021 chamam a atenção, mas a análise do MFCap traz uma constatação importante, que diz respeito ao viés criado pela existência de casos com pena de multa com valor muito significativo em anos anteriores. Assim, ao contrário do observado em 2020 (quando quase metade do valor do total das multas foi decorrente de um único caso), em 2021 a maior multa aplicada foi bem menos representativa em relação ao total (cerca de 5%).

Sobre termos de compromisso, a apuração do MFCap indicou que em 2021 a via consensual analisou 282 condutas potencialmente ilícitas, contra 274 em 2019 e 178 em 2020.

Em termos percentuais, houve aumento no número de propostas rejeitadas (57,3% em 2021, 43,8% em 2020 e 37% em 2019). Entre as propostas aceitas, manteve-se a preponderância de obrigações de pagamentos de valores (98,3% dos casos com propostas aceitas).

Ilícitos de mercado, administração de carteira, problemas informacionais e falhas na prestação de serviços pelos intermediários foram os temas que mais apareceram nas condutas relacionadas com as propostas de termos de compromisso.

Quanto ao valor total da obrigação de pagar estabelecidas nos termos de compromisso, verifica-se um aumento em relação aos últimos dois anos. Nos montantes obtidos pela CVM com os termos de compromisso, em 2019 o MFCap registrou valores totais de R$ 66,2 milhões, R$ 43,5 milhões em 2020, contra aproximadamente R$ 69 milhões em 2021.

Processos Julgados

RESULTADOS GERAIS

PROCESSOS JULGADOS EM 2021

Em 2021, a CVM julgou 56 processos administrativos sancionadores (PAS), envolvendo 206 indiciados, sendo 179 pessoas físicas, 25 pessoas jurídicas e 2 fundos de investimento.

Gráfico 01 - Proporção de Pessoas Jurídicas, Pessoas Físicas e Fundos de Investimento como indiciados nos PAS/CVM - 2021

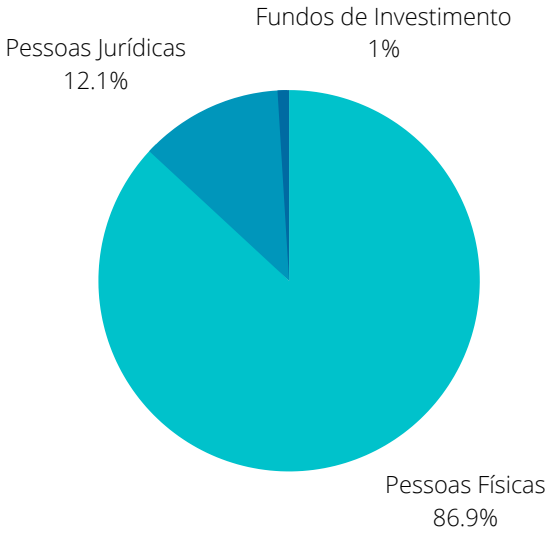
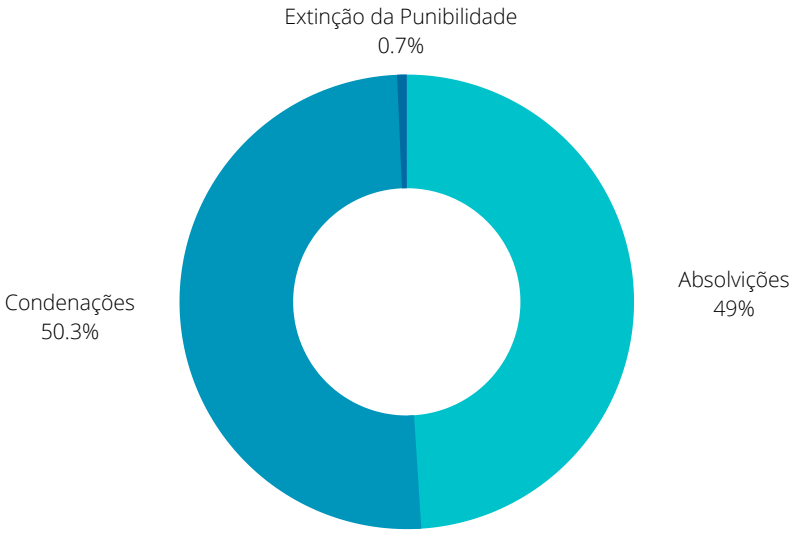


Gráfico 02 - Resultado, por acusação, dos julgamentos dos PAS/CVM - 2021



ACUSAÇÕES

Nos 56 PAS julgados ao longo de 2021, foram realizadas 294 acusações aos 206 indiciados.

CONDENAÇÕES

As 294 acusações resultaram em 148 condenações, 144 absolvições e 2 reconhecimentos de extinção de punibilidade.

56

Processos administrativos sancionadores julgados em 2021

294

Acusações analisadas nos PAS/CVM julgados em 2021

50,3%

Das condutas levadas a julgamento resultaram em condenações

Processos Julgados

AGENDA PUNITIVA E RESULTADOS DOS JULGAMENTOS

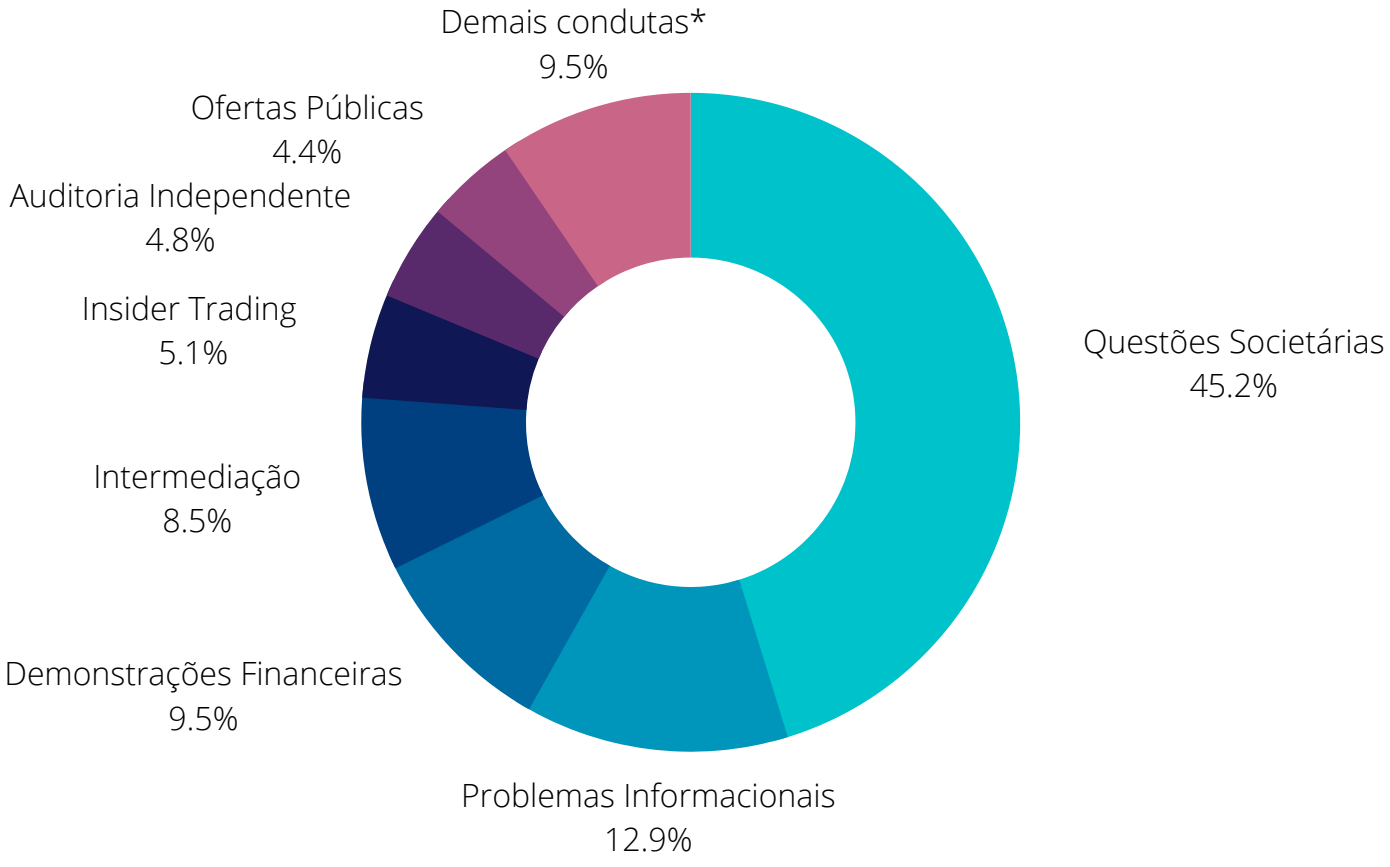
AGENDA PUNITIVA

As 294 acusações em PAS julgadas em 2021 versaram sobre questões societárias (133), problemas informacionais (38), demonstrações financeiras (28), intermediação (25), *insider trading* (15), auditoria independente (14), ofertas públicas (13), administração de carteiras (7), falhas na prestação de serviços (6), ilícitos de mercado (6) e outros (9).

QUESTÕES SOsocietárias COMO TEMA MAIS FREQUENTE

Questões societárias representam quase metade das acusações julgadas em 2021, seguida de problemas informacionais, práticas irregulares em demonstrações financeiras e questões relacionadas aos intermediários. Ilícitos de mercado, que em 2019 e 2020 apareciam em grande número na atuação sancionadora da CVM, foram pouco representativos em 2021.

Gráfico 03 - Percentual de acusações por conduta geral nos PAS/CVM 2021



(*) para confecção do gráfico, os casos classificados como "administração de carteiras", "falhas na prestação de serviços", "ilícitos de mercados" e "outros" foram agregados em "demais condutas".

FGV DIREITO SP
Núcleo em Mercados Financeiro e de Capitais

Processos Julgados

RADIOGRAFIA DE CASOS SOCIETÁRIOS

Seguindo a tendência de 2020, as absolvições superam os números de condenações dos administradores. Em 2021, as 133 acusações em temas societários resultaram em 89 absolvições e 44 condenações.

Destas 44 condenações, 32 terminaram com a imposição de pena de multa e 12 com advertência.

Próximos às questões societárias, os problemas informacionais foram encontrados em 12 casos, nos quais há 26 administradores envolvidos e 38 acusações. Nesse tema, houve elevado número de condenações (29), que resultaram em 25 multas.

Ainda em tema correlato ao societário, seis casos sobre irregularidades nas demonstrações financeiras foram julgados em 2021, envolvendo 19 administradores e 28 acusações. Houve 15 absolvições e 13 condenações, sendo que a penalidade de multa é a que mais aparece (10), seguida de três advertências.

Em 2021, as 133 acusações sobre questões societárias envolvem 95 acusados e estão concentradas em 18 processos administrativos sancionadores. Quase todos os acusados são administradores de companhias abertas (92), havendo apenas 3 acionistas controladores.

Os casos societários envolvem infrações a deveres de administradores, problemas de aumento de capital, irregularidades na convocação e realização de assembleias, abuso no exercício de voto e conflito de interesses.

Assim como 2020, a violação ao dever de diligência dos administradores de companhias abertas é a acusação mais frequente, com 54 ocorrências. É de se destacar também violações ao dever de lealdade, que aparecem em 11 acusações a administradores. Diferente de 2020, neste ano, apareceram três casos envolvendo irregularidades no aumento de capital.

133

Acusações em questões societárias

54

Acusações envolvendo os deveres de diligência dos administradores

66%

De absolvições em questões societárias para administradores e controladores

Processos Julgados

RADIOGRAFIA DE OFERTAS PÚBLICAS

AS OFERTAS PÚBLICAS NO CONTEXTO DO ENFORCEMENT

Em 2020 os problemas ligados à oferta ou distribuição pública dos valores mobiliários foram o terceiro tema mais frequente na atividade sancionadora da CVM, ocorrendo em 15,9% dos processos analisados naquele período. Já em 2021, o assunto perdeu representatividade, e as acusações nessa área caíram para 4,4% do total de condutas analisadas, estando presentes em 6 processos.

Das 13 imputações levadas a julgamento em 2021, 12 dizem respeito a possível violação ao art. 19 da Lei n.º 6.385/1976, que exige o registro prévio de distribuição pública de valores mobiliários. Uma última tratou de descumprimento de regra de oferta pública obrigatória (OPA).

Em contraste com os termos de compromisso, pelo menos nos casos levados a julgamento, os casos estudados versam sobre distribuição irregular e não do descumprimento das regras aplicáveis às ofertas registradas, *e.g.*, Instrução CVM n.º 400/2003 e Instrução CVM n.º 476/2009.

Para as 12 imputações relativas à violação do art. 19 da Lei n.º 6.385/1976, a predominância absoluta é de casos ligados a ofertas irregulares na área imobiliária, tema que integra a pauta regulatória da autarquia pelo menos desde 2013, quando foi publicado o primeiro alerta ao mercado sobre os "condo-hotéis". Posteriormente o assunto recebeu tratamento específico, com a Instrução CVM n.º 602/2018.

Em todos os casos analisados de distribuição sem registro, a pena aplicada foi a multa pecuniária. Em quatro condenações, o valor foi determinado em função do valor da operação, como admite o art. 11, §1º, II da Lei n.º 6.385/1976.

O perfil dos casos julgados contrasta com o crescimento no número e volume de ofertas (inclusive IPOs), que não afetou o perfil dos casos julgados em 2021. Outro fator que também não influenciou de forma signifivativa o perfil dos PAS julgados é a proliferação do uso de criptoativos, que podem configurar valores mobiliários em face do art. 2º da Lei n.º 6.385/1976.

6

Número de processos envolvendo questões ligadas e ofertas públicas

0

Processos envolvendo conduta de *underwriters* ou outros intermediários atuantes na distribuição

8

Condenações por infração ao art. 19 da Lei n.º 6.385/1976

Processos Julgados

RADIOGRAFIA DE INTERMEDIAÇÃO

A INTERMEDIAÇÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Os problemas na atuação de integrantes do sistema de distribuição (ou mesmo atividades exercidas sem a autorização prévia obrigatória) apresentou ligeiro crescimento em relação a 2020, com 25 decisões (8,5% das acusações levadas a julgamento pelo Colegiado). No ano anterior, a atividade de intermediação foi pouco representativa no universo de processos administrativos julgados pela CVM, com apenas 4,8% dos casos da amostra estudada em 2020.

A regra basilar para a intermediação de valores mobiliários em mercado secundário é a Resolução CVM n.º 35/2021 (anteriormente, Instrução CVM n.º 505/2011), que destina um tratamento à necessária observância das regras, procedimentos e controles internos das corretoras de valores. Segundo o levantamento do MFCap, apenas três casos abordaram essa temática (um deles circunscrito a questões de cadastro de clientes), resultando na aplicação de penas de advertência para a pessoa jurídica e seus administradores (2 casos) e multa (1 caso).

De seu lado, ainda que existam mais de 17 mil assessores de investimentos (nova denominação dos agentes autônomos de investimento, conforme a Lei n.º 14.317/2022) no país, em 2021 foram poucos os processos que trataram de problemas em sua conduta: foram acusados 4 AAIs por práticas vedadas pela Instrução CVM n.º 497/2011 (atualmente, Resolução CVM n.º 16/2021) e pela Instrução CVM n.º 8/1979 (Resolução CVM n.º 62/2022), com aplicação de penas pecuniárias que variaram de R$ 50 mil a R$ 250 mil, bem como uma pena de suspensão.

Indicada pela CVM como uma das prioridades em matéria de supervisão para o Biênio 2021-2022, a atividade de intermediação irregular contou com dois casos julgados, ambos resultando na absolvição das cinco pessoas envolvidas por possível infração ao art. 16 da Lei n.º 6.385/1976 (que exige a prévia autorização da autarquia para o exercício da atividade de intermediação).

2

Número de processos envolvendo regras, procedimentos e controles internos de corretoras de valores

4

Agentes Autônomos de Investimento tiveram conduta levada a julgamento em 2021.

1

Caso com atuação irregular de intermediário na formação de preços na distribuição de ações

Processos Julgados

PENALIDADES APLICADAS

EM 2021 FORAM IMPOSTAS 148 PENALIDADES

A penalidade mais comum foi multa pecuniária, tendo sido aplicada 115 vezes em 2021. Em menor número, aparecem as advertências (30), seguidas de proibições (2) e inabilitação (1).

Gráfico 04 - Penalidades Aplicadas nos PAS/CVM - 2021

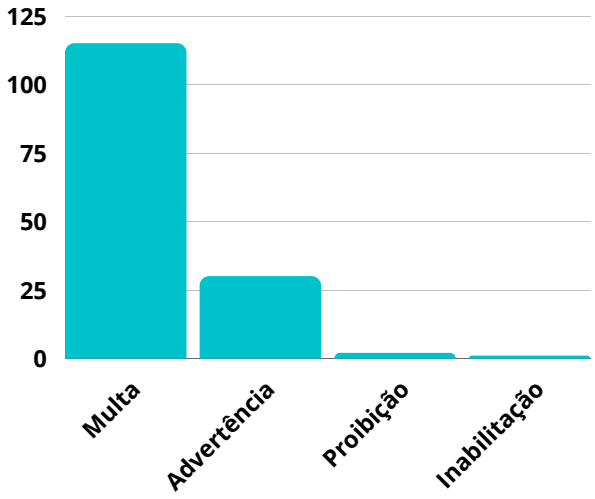


Tabela 01 - Número de Absolvições, Condenações e Extinções de Punibilidade vs. Conduta Geral - PAS/CVM - 2021

Conduta geral	Absolvição	Condenação	Extinção de punibilidade	*soma*
Questões societárias	89	44	0	133
Problemas informacionais	9	29	0	38
Demonstrações financeiras	15	13	0	28
Intermediação	10	14	1	25
Insider trading	6	9	0	15
Auditoria independente	7	7	0	14
Ofertas públicas	4	9	0	13
Administração de Carteiras	0	7	0	7
Falhas na prestação de serviços	1	5	0	6
Ilícitos de mercado	0	6	0	6
Outros	3	5	1	9
Total	**144**	**148**	**2**	**294**

PENALIDADES QUE PODEM SER APLICADAS PELA CVM

Conforme o artigo 11 da Lei n.º 6.385/1976, a CVM pode aplicar as penas de advertência, multa, inabilitação temporária de até 20 anos para ocupar cargo ou para o exercício de atividades reguladas pela CVM, suspensão da autorização ou do registro de atividades, proibição temporária de até 20 anos para a prática de determinadas atividades ou operações ou para a atuação em certas operações no mercado de capitais. A Lei n.º 13.506/2017 passou a admitir a aplicação da pena de proibição para contratar com instituições financeiras oficiais e de participar de licitações (por até 5 anos), hipótese ainda não utilizada pela CVM.

Processos Julgados

AS MULTAS APLICADAS

O MONTANTE TOTAL DAS MULTAS APLICADAS EM 2021 ALCANÇOU CERCA DE R$ 22 MILHÕES

Em 2021, houve grande queda do valor total das multas pecuniárias aplicadas. Se em 2019 o montante total das somou R$1,04 bilhão e, em 2020, cerca de R$ 880 milhões, neste ano de 2021 o montante da multas somou aproximadamente R$ 22 milhões.

Quanto ao valor das multas, o destaque são as condenações em questões societárias, que totalizaram cerca de R$ 5,3 milhões em 2021.

A multa mais elevada foi definida em PAS sobre oferta pública irregular no valor de R$ 1.220.000,00. O critério para definir este montante foi 20% do valor captado em oferta pública irregular (PAS 19957.010438/2017-81).

Para os demais ilícitos, o valor médio da pena varia de R$ 50 mil – para ilegalidades relacionadas à intermediação – a R$300 mil – para ilícitos ligados à administração de carteiras.

Tabela 02. Valores mínimos, médios e máximos de multas aplicadas e temas nos PAS/CVM - 2021

	Número de multas	Valor das multas (R$ mil)		
Conduta geral		minimo	maximo	*soma*
Administração de Carteiras	7	25	500	1.985
Auditoria independente	7	45	250	790
Demonstrações financeiras	10	55	170	1.155
Falhas na prestação de serviços	3	150	500	800
Ilícitos de mercado	5	227	588	1.616
Insider trading	9	45	949	3.410
Intermediação	5	25	200	425
Ofertas públicas	8	53	1.220	2.343
Questões societárias	32	28	400	5.377
Problemas informacionais	25	50	500	3.568
Outros	4	70	200	490
Total	**115**	**773**	**5.477**	**21.959**

Processos Julgados

AINDA SOBRE AS PENALIDADES APLICADAS

CÁLCULOS DOS VALORES DE MULTAS E PENAS NÃO PECUNIÁRIAS APLICADAS EM 2021

Para o cálculo da pena de multa, em 18 acusações (das 115 multas aplicadas) usou-se expressamente o valor da operação, da vantagem auferida ou prejuízo causado a terceiros, tal como previsto no art. 11, § 1º, II a IV da Lei nº. 6.385/1976.

Percebe-se que a possibilidade de cálculo do montante aberta por meio dos incisos em questão é pouco utilizada, representando pouco mais de 10% do total das penalidades pecuniárias analisadas pelo MFCap em 2021.

O parâmetro da vantagem econômica obtida com o ilícito foi utilizado em 11 condenações, sendo seis delas definidas como duas vezes o valor da vantagem auferida ou prejuízo evitado (em cinco casos relacionados a *insider trading* e um de prática não equitativa).

O prejuízo para terceiros foi utilizado como critério em três condenações (administração de recursos de terceiros e prestação de outros serviços), e o valor da operação, nos demais 4 casos (ofertas públicas).

No que se refere às penas não pecuniárias, foram utilizadas as hipóteses de advertência, proibição e inabilitação.

Em relação a 2020, nota-se o aumento no número de advertências, que passou de 12 para 30 em 2021. Interessante recordar, contudo, que o número em 2021, embora maior que o em 2020, é menor que o de 2019, quando foram aplicadas 43 advertências.

Isoladamente aparecem outros tipos de penalidade. Há apenas uma inabilitação (de 36 meses) em um caso de manipulação de mercado; há duas proibições temporárias, de um ano para um caso de administração irregular de carteiras e 24 meses para o exercício da atividade de agente autônomo.

18

Condenações com pena de multa em que o valor foi expressamente calculado com base no valor da operação ilícita, na vantagem auferida ou prejuízo evitado

30

Condenações cuja penalidade foi a advertência

2

Casos com pena de proibição temporária

Processos Julgados

DOSIMETRIA

A DOSIMETRIA DA PENA E OS NOVOS PATAMARES DE MULTAS

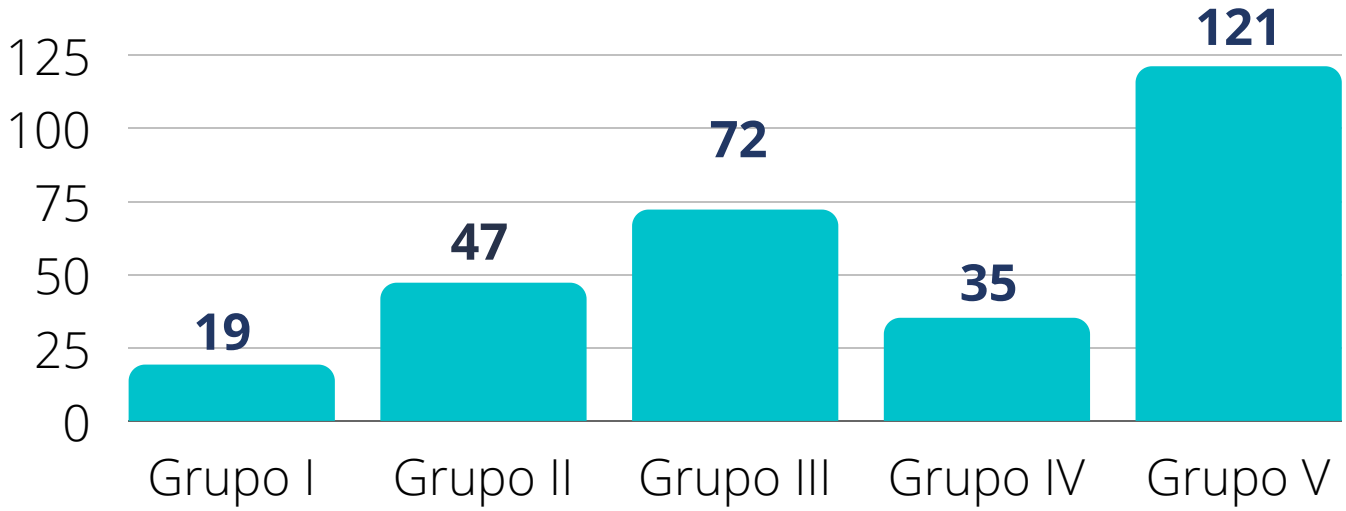
Após a edição da Lei n.º 13.506/2017 e da Instrução CVM n.º 607/2019 (atualmente, Resolução CVM n.º 45/2021), o valor da pena pecuniária máxima foi elevado de R$ 500 mil para R$ 50 milhões. Também foi adicionada a possibilidade de cálculo da multa com base no prejuízo causado com o ilícito. Além disso, foi mantida a possibilidade do uso do valor da emissão ou da operação irregular (agora alcançando o dobro desse valor), bem como da vantagem econômica obtida ou a perda evitada em decorrência do ilícito (mantida em três vezes).

A Resolução CVM n.º 45/2021 adota três fases para determinar a dosimetria da pena, com definição, primeiramente, da pena-base, depois aplicando-se as circunstâncias agravantes e atenuantes, e em seguida as causas de redução da pena (art. 62).

Ainda para a definição da pena-base, a norma traz um limite ao julgador, a depender exclusivamente da conduta ilícita. Assim, dividiu as condutas em cinco grupos, conforme a sua gravidade.

Para fins deste relatório, foi realizado um exercício de aplicação hipotética da nova dosimetria para os processos julgados em 2021, nos quais, na grande maioria, a CVM analisou condutas praticadas antes da Lei nº. 13.506/2017. Ao distribuir as 294 acusações julgadas pela CVM de acordo com os grupos descritos no Anexo A da Resolução CVM n.º 45/2021, verifica-se que elas se concentraram majoritariamente no Grupo V (com pena-base máxima de R$ 20 milhões), seguido pelos Grupos III (R$ 3 milhões) e II (R$ 600 mil).

Gráfico 05 - Grupos da Resolução 45/2021 e acusações nos PAS/CVM - 2021



Processos Julgados

APLICAÇÃO DA NOVA DOSIMETRIA

A NOVA DOSIMETRIA NO CASO PRÁTICO

Assim como 2020, em 2021 observou-se uma preocupação dos julgadores em aplicar os novos critérios para o cálculo da pena, previstos na Resolução CVM n.º 45/2021, em especial na indicação expressa de agravantes e atenuantes.

Por outro lado, cumpre destacar que, considerando, a data da prática da irregularidade objeto do julgamento (com base no que foi informado no relatório ou nos votos), nota-se que, pelo menos em tese, em 19 casos (envolvendo ao menos 99 acusações) já seria possível aplicar o novo patamar de penalidades, bem como utilizar o sistema trifásico para a determinação da pena a ser aplicada.

Nos casos em que houve a tentativa de utilização do sistema trifásico, houve um misto de expressões que ainda dependeriam de explicações adicionais para a compreensão do seu preciso alcance na fixação da pena-base ("proporcionalidade" e "razoabilidade") com outras mais objetivas e facilmente mais facilmente verificáveis, como "antecedentes", reincidência", "confissão" ou "pluralidade de investidores prejudicados".

Tabela 03 - Justificativas para condenação em PAS - 2021

Justificativa	Atenunante	Majorante	Total
Antecedentes	80	8	88
Gravidade	9	29	38
Características do caso concreto	18	10	28
Proporcionalidade/Razoabilidade	20	0	20
Prática reiterada/Sistematicidade da conduta	0	19	19
Número de investidores prejudicados	8	0	8
Duração da conduta	2	3	5
Confissão do ilícito	4	0	4
Reicidência	0	2	2
Outros (=7)	11	4	15

A DOSIMETRIA NA RESOLUÇÃO CVM N.º 45/2021 (ANTERIORMENTE, INSTRUÇÃO CVM N.º 607/2019)

Com inspiração no modelo trifásico do processo penal, a Resolução CVM n.º 45/2021 estabelece os critérios de cálculo da pena: "*Art. 62. Na dosimetria da pena, salvo se aplicada a penalidade de advertência, o Colegiado fixará inicialmente a pena-base, aplicando na sequência as circunstâncias agravantes e atenuantes, bem como a causa de redução da pena, nessa ordem.*"

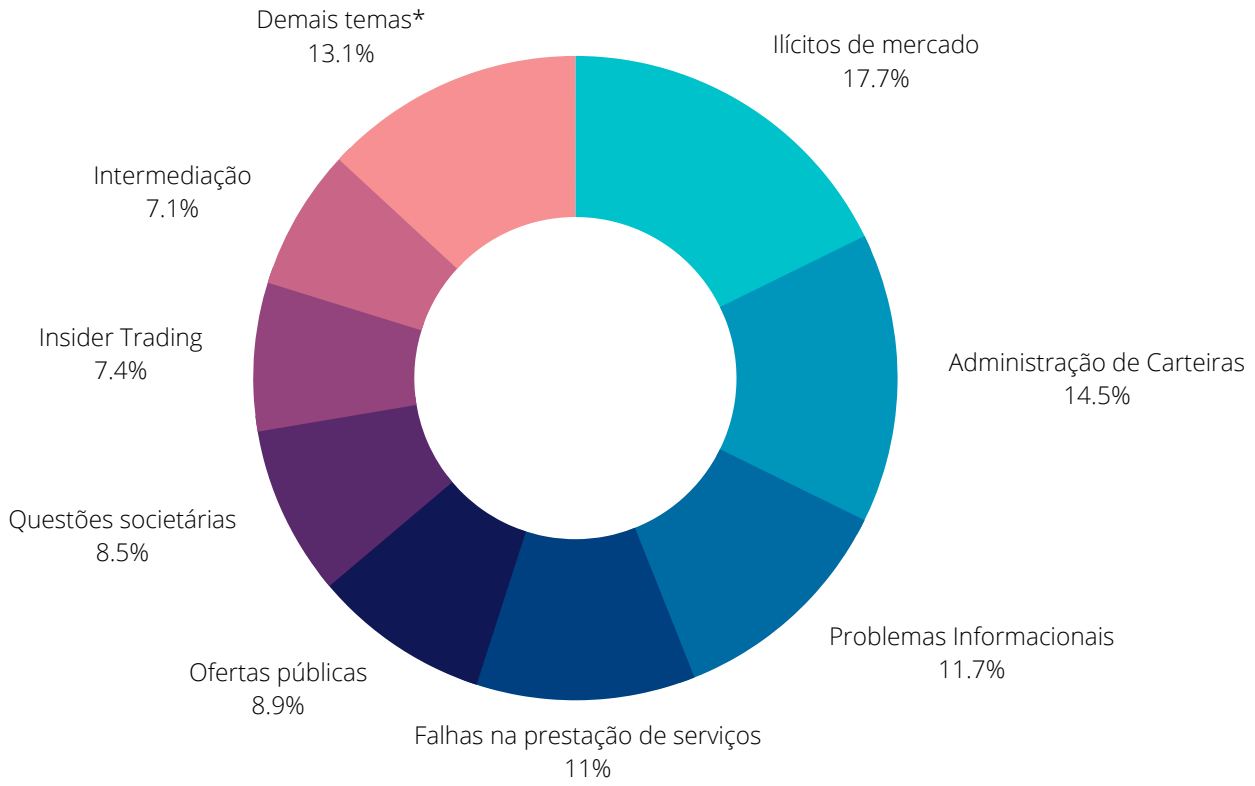
Termos de Compromisso

TEMAS

As 282 condutas apreciadas em Termos de Compromisso (TCs) em 2021 versam sobre ilícitos de mercado (50), administração de carteiras (41), problemas informacionais (33), falhas na prestação de serviços (31), ofertas públicas (25), questões societárias (24), *insider trading* (21), intermediação (20), auditoria independente (19), demonstrações financeiras (8), manipulação de preços (5) e outros (5).

Questões societárias são menos respresentativas e o perfil de propostas de 2021 segue o padrão de 2020, com predominância para ilícitos de mercado. As propostas sobre acusações em ilícitos de mercado e administração de carteira têm maior número de rejeições (64% e 63, 4%, respectivamente). De outro lado, chama a atenção que, das 33 propostas envolvendo problemas informacionais, 29 foram aceitas (87,8%).

Gráfico 06 - Temas das propostas em TC/CVM - 2021 (*)



(*) para confecção do gráfico, os casos classificados como "auditoria independente", "demonstrações financeiras", "manipulação de preços" e "outros" foram agregados em "demais temas".

O TERMO DE COMPROMISSO NA LEI Nº. 6.385/1976

Nos termos do art. 11 da Lei nº. 6.385/1976, a CVM pode não instaurar o processo administrativo sancionador (ou deve suspendê-lo) se firmar termo de compromisso com o investigado. A decisão de optar por esse instrumento regulatório passa pelo juízo de conveniência e oportunidade do regulador e se orienta pelo interesse público. Conforme exige a lei, o investigado deverá se obrigar a cessar a prática supostamente ilícita e corrigir as irregularidades, inclusive mediante indenização de prejuízos.

Termos de Compromisso

RESULTADOS DA ANÁLISE DAS PROPOSTAS

TERMOS DE COMPROMISSO EM 2021

As 282 condutas apreciadas em TC analisadas em 2021 estiveram relacionadas a 101 processos administrativos sancionadores.

Elas partiram de 163 pessoas físicas e 72 pessoas jurídicas. Diferentemente de 2020, não foram registradas propostas de fundos de investimento.

Gráfico 07 - Percentual de Pessoas Jurídicas e Pessoas Físicas como proponentes nos TC analisados pela CVM - 2021

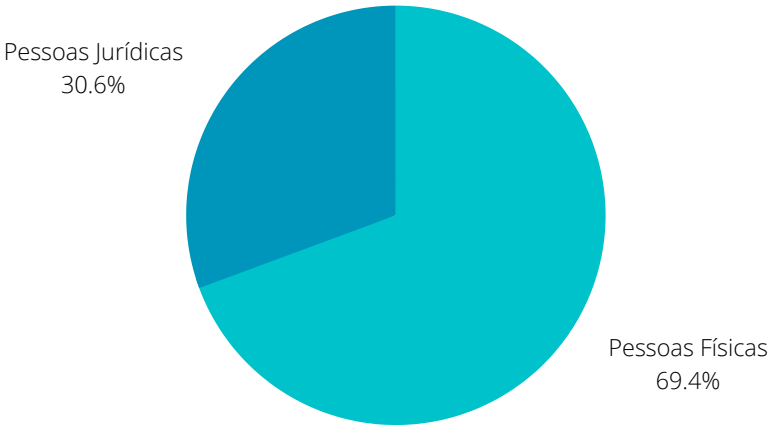
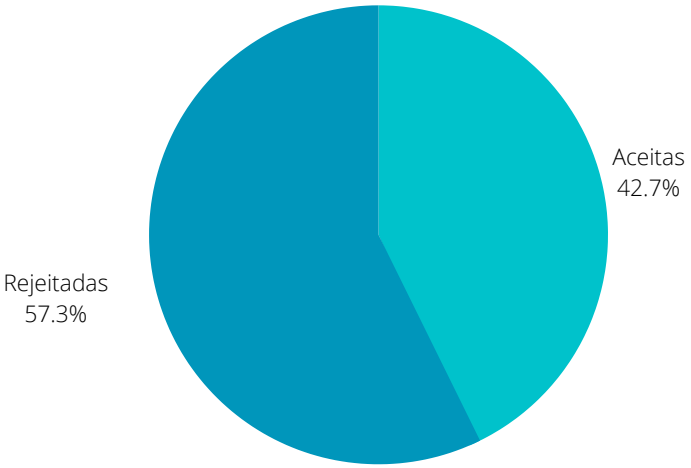


Gráfico 08 - Propostas de termos de compromisso aceitas e rejeitadas pela CVM - 2021



ACEITAÇÕES E REJEIÇÕES

Das 282 condutas apreciadas em TC apreciadas pelo Colegiado da CVM em 2021, 161 foram rejeitadas, 120 foram aceitas e 1 não foi conhecida.

101

Processos administrativos sancionadores com apreciação de TC

42,7%

Das propostas de TC foram aceitas em 2021

30,6%

Propostas apresentadas por pessoas jurídicas

Termos de Compromisso

JUSTIFICATIVAS PARA ACEITAÇÃO E REJEIÇÃO

REFERÊNCIAS MAIS FREQUENTEMENTE UTILIZADAS

As razões mais mencionadas na aceitação ou rejeição das propostas estão identificadas na tabela abaixo - lembrando que a decisão pode conter mais de uma dessas expressões. Verifica-se que a principal justificativa é a expressão genérica "suficiência ou insuficiência para desestimular a conduta".

Para a rejeição das propostas, a gravidade e visibilidade do caso, as características do caso concreto e o histórico do proponente são as motivações mais frequentes.

Tabela 04 - Justificativas para aceitação ou rejeição de TC/CVM - 2021

Justificativa	Aceitação	Rejeição	*soma*
(In)suficiente para desestimular	61	48	109
Gravidade/visibilidade do caso	26	71	97
Conveniência/oportunidade	42	50	92
Casos semelhantes	59	17	76
Histórico do proponente	48	26	74
Características do caso concreto	12	42	54
Finalidade preventiva do TC	38	2	40
Óbice jurídico	6	18	24
Montante insignificante/desproporcional	0	22	22
Antecedentes	12	9	21
Outros (=30)	71	74	145
Total	**375**	**379**	**754**

109

Oportunidades em que justificou-se a decisão sobre o termo de compromisso com base na suficiência - ou não - para desestímulo da conduta.

97

Casos decididos com base na gravidade e visibilidade do caso.

92

Menções expressas à "*conveniência e oportunidade*" para a apreciação de termos de compromisso

Termos de Compromisso

OBRIGAÇÕES DE PAGAR POR TEMAS

VALORES PAGOS À CVM COM A ACEITAÇÃO DE TC EM 2021

De acordo com a apuração realizada pelo MFCap, os valores das obrigações de pagar assumidas em termos de compromisso em 2021 somam aproximadamente R$ 69 milhões. O montante é superior ao divulgado pela CVM, em função das diferentes metodologias utilizadas.

Na amostra do MFCap, a maior proposta envolve conduta associada a *insider trading.* O valor da obrigação de pagar foi estabelecido em R$ 20,2 milhões, triplo da vantagem econômica obtida pelo proponente.

Gráfico 09 - Obrigações contidas em TCs aceitos pela CVM em 2021

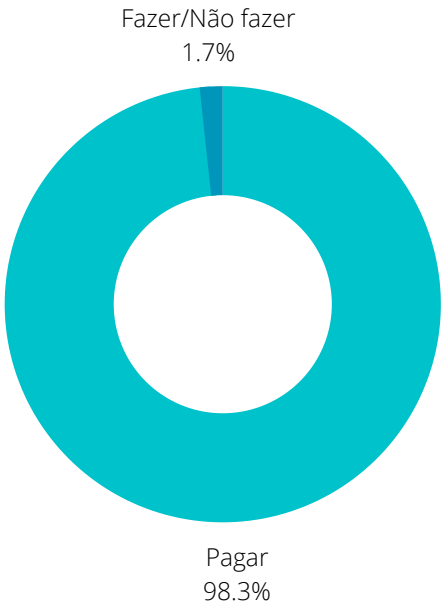


Tabela 05 - Valores Mínimos, Máximos e a Média em propostas de TC aceitas pela CVM - 2021

Conduta geral	Total de obr. de pagar	Valor da obr. de pagar (R$ Mil)			
		Mínimo	Máximo	Médio	*soma*
Administração de Carteiras	15	100	319	125	2.476
Auditoria independente	7	120	578	300	2.381
Demonstrações financeiras	1	89	89	89	89
Falhas na prestação de serviços	6	285	500	500	2.785
Ilícitos de mercado	18	100	4.080	329	18.082
Insider trading	10	24	20.203	370	25.990
Intermediação	11	58	649	105	2.774
Ofertas públicas	10	60	500	143	1.995
Problemas informacionais	29	50	1.120	345	11.531
Questões societárias	9	29	260	75	1.094
total	**116**	**915**	**28.298**	**2.381**	**69.197**

98,3%

Das obrigações em TC aceitos incluíram obrigações pecuniárias

R$ 69MI

Total de obrigações de pagar decorrentes de TC aceitos em 2021

2

Número de propostas aceitas que incluíram obrigações de não fazer

Termos de Compromisso

GRAVIDADE DAS CONDUTAS ANALISADAS

CLASSIFICAÇÃO DA GRAVIDADE EM FUNÇÃO DA RESOLUÇÃO CVM N.º 45/2021

Como já mencionado, com a edição da Lei n.º 13.506/2017 houve uma ampliação dos limites máximos de aplicação de penalidades pecuniárias pela CVM.

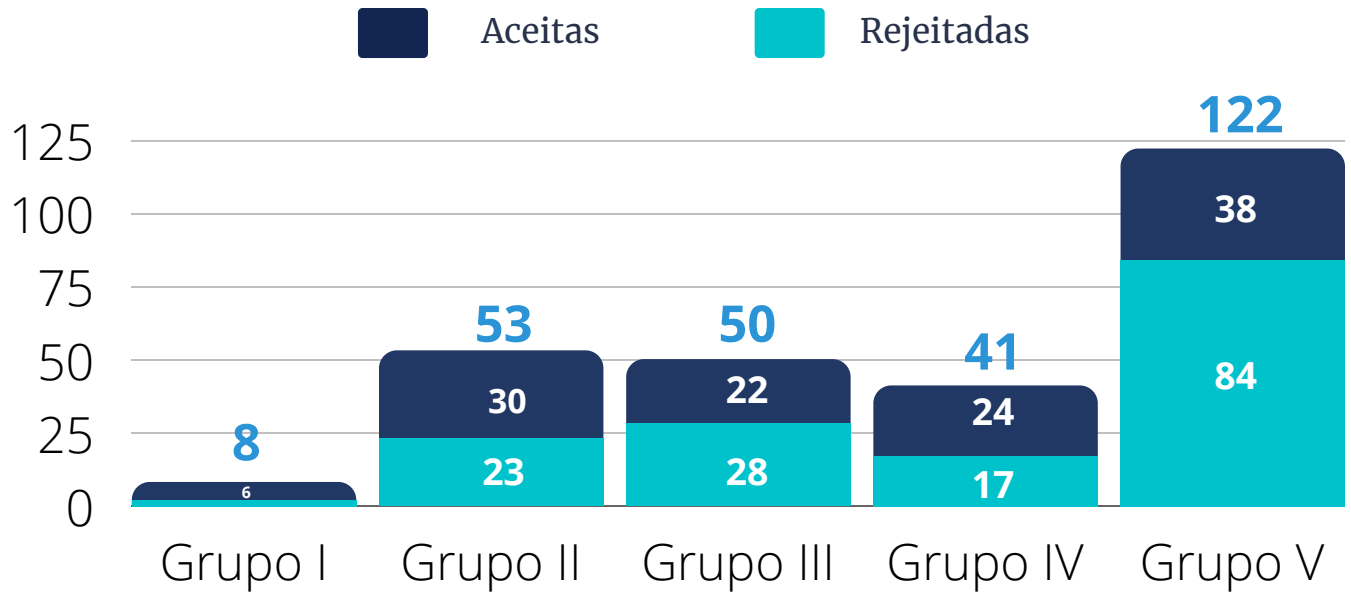
De forma a orientar a aplicação dessas novas referências, a Resolução CVM n.º 45/2021 (que substituiu a Instrução CVM nº. 607/2019) dividiu as condutas em cinco grupos, conforme a sua gravidade.

A exemplo do realizado para os processos administrativos julgados, foi feito um exercício de aplicação hipotética dessa classificação às propostas de termos de compromisso analisadas em 2021.

Ao distribuir as 282 propostas analisadas pela CVM de acordo com os grupos descritos no Anexo A do referido normativo, verifica-se que as acusações se concentraram majoritariamente no Grupo V, seguido pelo Grupo II, divergindo do que se observou nos processos julgados.

Com base nos resultados de 2021, pode se observar que nos casos de maior gravidade (Grupo V), a maioria das propostas são rejeitadas, enquanto o percentual de aceitação de propostas aumenta quando é menor a gravidade (Grupos I, II e mesmo III).

Gráfico 10 - Resolução 45/2021



Nota metodológica: há um caso de TC não conhecido, em que não foi feita referência ao Grupo.

Notas Metodológicas e Formação do Banco de Dados da Pesquisa

Este relatório analisou os julgamentos de processos sancionadores e as decisões sobre propostas de termos de compromissos realizados ao longo de 2021 pela CVM. Essas decisões foram colhidas no site da autarquia, por meio da consulta a pautas de julgamento e notícias. As consultas foram encerradas em março de 2021, de sorte que eventuais decisões tomadas em 2021 e não divulgadas até essa data não foram consideradas.

Para processos administrativos sancionadores, a data considerada foi o dia da decisão. Esse parece ser o critério adotado pela CVM para a formulação do seu relatório anual, que também anota o julgamento de 56 processos administrativos. Este relatório aponta que o montante total das multas é R$ 22 milhões, ao passo que a CVM indica valor total de R$ 19.3 milhões. Essa diferença pode ser explicada por eventuais divergências no cálculo do valor líquido ou conversão dos valores.

Para termos de compromisso, a data considerada é o dia da decisão do colegiado, e não o dia da assinatura do termo. Há decisões em termos de compromisso que versam sobre diversos processos sancionadores. Nesses casos, cada processo sancionador foi computado. É possível que isso represente uma diferença metodológica com a CVM, que apontou que 98 processos sancionadores foram submetidos a termos de compromisso, ao passo que este relatório observa 103. De toda sorte, o montante das obrigações de pagar é semelhante: R$ 71.8 milhoes pela CVM vis-à-vis R$ 69.2 milhões neste relatório.

A unidade de análise adotada foram os atos ilícitos imputados aos acusados, chamados de condutas ao longo do relatório. Isso quer dizer que, para processos sancionadores, cada acusação foi individualmente classificada de acordo com um tema geral, a norma jurídica que embasa a acusação e o desfecho do julgamento. Nos termos de compromisso, via de regra, as propostas são especificadas de acordo com cada conduta. Em poucos casos, há propostas globais. Nesses, o valor das propostas foi dividido igualmente.

Naturalmente, há um número superior de condutas ao número de acusados. Além disso, os acusados podem ter sobre si acusações que remetem a temas diferentes. Por fim, processos administrativos podem reunir um número plural de acusados, com perfis diferentes. Por essas razões, este relatório opta por não classificar os processos administrativos e as propostas de termos de compromissos em um único tema, pois isso diminuiria a precisão do retrato traçado.

Para a citação dos dados e gráficos deste relatório, os autores sugerem a menção ao Núcleo de Estudos em Mercados Financeiro e de Capitais da FGV Direito SP (MFCap/FGV Direito SP), sob a coordenação de Viviane Muller Prado.

Para apresentar qualquer sugestão, dúvida ou pedido de informação adicional, escrever para:
mfcap.direitosp@fgv.br

Versão deste relatório: 18 de abril de 2022.

Acesse nossa página!

NÚCLEO DE ESTUDOS EM MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS

FGV DIREITO - SP

RUA ROCHA, 220. SALA 13 - 1º ANDAR

BELA VISTA, SÃO PAULO.

CEP: 013330-000

TEL: (55) 11-3799-2199

EMAIL: MFCAP.DIREITOSP@FGV.BR