

# ALÉM DOS NÚMEROS DA CVM:

## Enforcement no mercado de capitais brasileiro

2019

Viviane Muller Prado  
Marcos Galileu Lorena Dutra  
Ezequiel Fajreldines dos Santos  
Leonardo Henrique Domingues de Oliveira  
Bruno Silva de Souza  
Victor Hugo Cunha Silva

## INTRODUÇÃO

Conhecer a atividade sancionadora do regulador do mercado de capitais é relevante para compreender e avaliar a efetividade do regime jurídico que disciplina a conduta dos agentes do mercado. A panorâmica da atividade sancionadora com divulgação de números serve como ponto de partida para essa avaliação. Por isso, é importante a publicação periódica pela Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”), desde 2017, de relatórios trimestrais e anuais com informações sobre a sua atividade sancionadora, trazendo dados sobre instauração e julgamento de processos administrativos sancionadores e sobre decisões de celebração de termos de compromissos, entre outras.

O Núcleo de Mercados Financeiro e de Capitais da FGV Direito SP (MFCap/FGV Direito SP) pretende acompanhar a divulgação desses relatórios para identificar tendências na atividade sancionadora ao longo do tempo e sua relação com o mandato legal da CVM de garantir o funcionamento eficiente e regular do mercado com a devida proteção dos investidores, nos termos do art. 4º. da Lei n. 6.385/1976.

Acompanhar a atividade punitiva ganha maior relevância após a Lei n. 13.506/2017 e a Instrução CVM 607/2019. O valor da pena pecuniária máxima foi elevado de R\$ 500 mil reais para R\$ 50 milhões, e o prazo máximo de inabilitação para 20 anos, bem como foi adicionada a possibilidade de multa estar referenciada no dano causado aos investidores em decorrência do ilícito. Foi mantida a possibilidade de o critério para a pena pecuniária ser o dobro do volume da operação ou o triplo do benefício econômico (perda evitada ou ganho auferido).

Conhecer somente os números da CVM, no entanto, não percorre todo o caminho para compreender a efetividade da disciplina jurídica dos agentes de mercado. É preciso buscar dados em outras instituições, nomeadamente, Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional – CRSFN, segunda instância administrativa do mercado de valores mobiliários; BM&FBovespa Supervisão de Mercado - BSM, braço da autorregulação para monitoramento e punição de alguns intermediários do mercado secundário; e Poder Judiciário.

Este relatório é o segundo esforço nessa direção. Inicialmente, acompanhamos a atividade sancionadora do primeiro semestre de 2019. Agora, levamos em conta o ano inteiro para processos administrativos sancionadores e termos de compromisso; de julgamentos do CRSFN originários da CVM e de julgamentos da BSM.

No futuro, incluiremos a atuação do Poder Judiciário nos processos que envolvam revisão de aplicação da disciplina jurídica das companhias abertas e regulação do mercado de valores mobiliários, bem como atuação na responsabilização e controle da legalidade. Outra instituição que entrará no radar do relatório será a ANBIMA – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais.

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

Abaixo seguem os dados organizados sobre o ano de 2019.

## 1. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS.

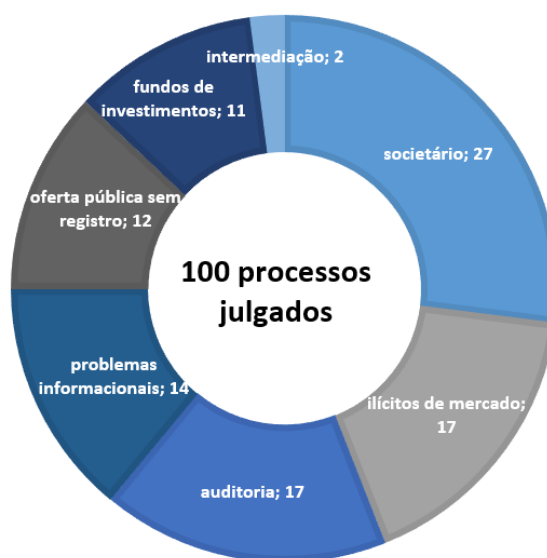
A atividade sancionadora da CVM aparece com a utilização de dois instrumentos: processos administrativos sancionadores e termos de compromisso. No futuro, poderá aparecer acordo administrativo em processo de supervisão, mecanismo criado pela Lei n. 13.506/2017.

### 1.1. Processo Administrativo Sancionador - PAS

Em 2019, a CVM julgou 100 processos administrativos sancionadores (PAS) envolvendo 444 acusados, sendo 350 pessoas físicas, 92 pessoas jurídicas e dois fundos de investimento.

Os 100 processos julgados versam sobre questões societárias, ilícitos do mercado secundário, auditoria, problemas informacionais, ofertas públicas sem registro, fundos de investimento e intermediação, conforme o Gráfico 01 abaixo.

Gráfico 01. Temas dos julgamentos de PAS da CVM. 2019



Fonte: Dados CVM, elaboração própria

Observando o Gráfico 01, nota-se que questões societárias, ilícitos do mercado secundário e auditoria somam mais da metade dos temas dos casos julgados em 2019.

Nos 100 PAS julgados ao longo de 2019, foram realizadas 513 acusações aos 444 indiciados. Essas acusações resultaram em 335 condenações e 170 absolvições. Além desses resultados, 7 acusações foram encerradas por falecimento do acusado no decurso do processo e em uma o acusado foi considerado parte ilegítima. Na Tabela 01 a seguir, estão discriminados esses resultados, separados pelo tipo de acusação que estava em discussão.

**Tabela 01. Número de condutas que resultaram em absolvição e em condenação nos PAS da CVM. 2019**

<b>Conduta</b>	<b>Absolvição</b>	<b>Condenação</b>	<b>Falecimento / Ilegitim.</b>	<b>TOTAL</b>
<b>Abuso do poder de controle e conflito de interesses</b>	1	9		10
<b>Irregularidades na atuação de intermediários e agentes autônomos</b>	4	16		20
<b>Desenquadramento de carteira</b>	13	18		31
<b>Falhas em escrituração contábil, livros sociais e demonstrações financeiras</b>	27	65	1	93
<b><i>Insider trading</i></b>	2	1		3
<b>Oferta pública sem registro (condo-hotel)</b>	20	28		48
<b>Ilícitos da ICVM 08/79</b>	24	99	2	125
<b>Problemas na divulgação de informações</b>	2	3	1	6
<b>Auditoria</b>	9	29		38
<b>Violação do dever dos administradores e atuação em conflito de interesses</b>	54	37	3	94
<b>Outros</b>	14	30	1	45

Fonte: Dados CVM, elaboração própria.

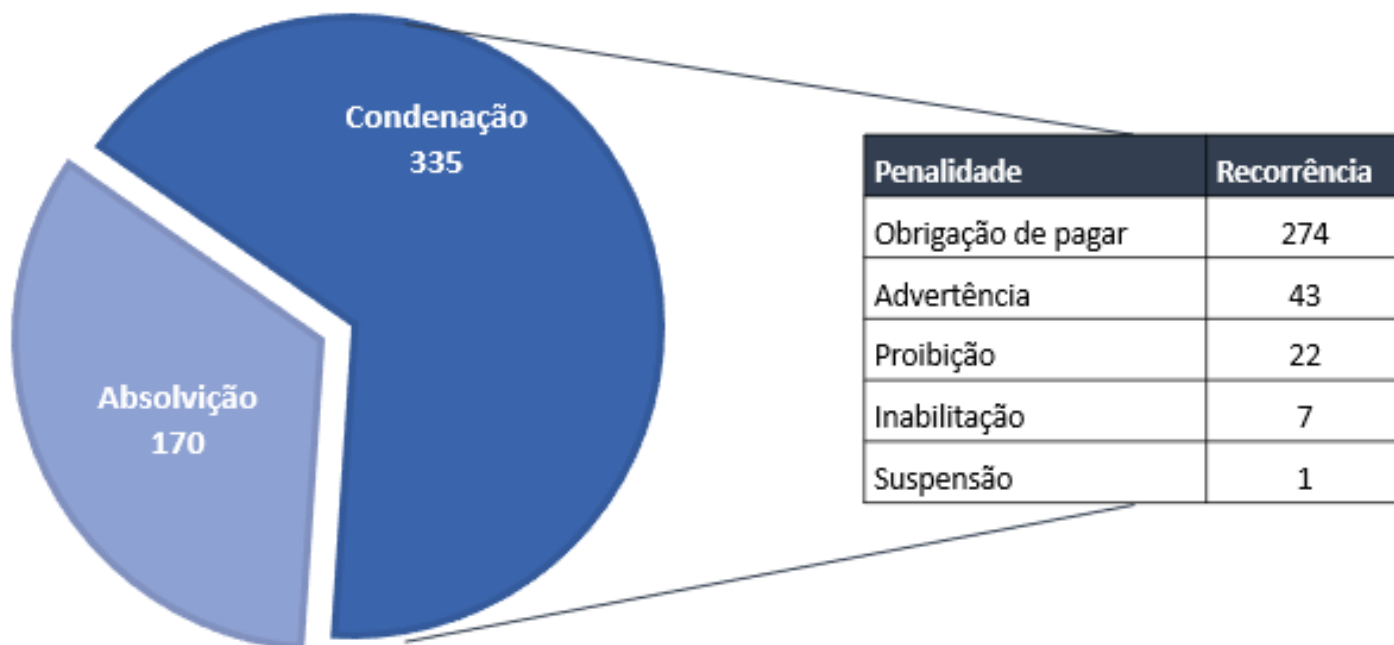
O maior número de pessoas acusadas aparece em processos que tratam de ilícitos de mercado previstos na ICVM 08/1979 contando com 125 ocorrências. Esse tipo de acusação também gerou o maior número de condenações (99) o que significa que 80% das acusações nesta conduta resultaram em punição. Convém notar que o número de julgamentos envolvendo ilícitos de mercado não é necessariamente o mais expressivo, dado que alguns casos envolvem muitos indiciados. Por exemplo, o PAS 07/2013 envolveu 32 acusados, e no PAS 21/2010 havia 46 acusados.

Em segundo lugar, temos acusações envolvendo a violação de deveres de administradores e atuação

em conflito de interesses. Todavia, a condenação aconteceu apenas em 37 dos 94 indiciados nesta posição (40% do total).

Como a um acusado pode ser atribuída mais de uma conduta, elas podem resultar em mais de uma condenação. Assim, foram impostas 347 penas a 335 pessoas condenadas. A penalidade mais comum foi a imposição de multas aos indiciados. Ao longo de 2019, a CVM aplicou 267 multas pecuniárias. Em segundo lugar, aparecem as advertências, seguidas de proibições e inabilitações. Esses dados são mostrados no Gráfico 02 a seguir.

Gráfico 02. Decisão (punições e absolvições) e tipo de penalidade nos PAS da CVM. 2019



Fonte: Dados CVM, elaboração própria.

Essas punições estão previstas no artigo 11 da Lei n. 6.385/1976, que possibilita ao regulador aplicar as seguintes penalidades: advertência, multa, inabilitação temporária de até 20 anos para o ocupar cargo de administrador ou conselheiro fiscal de companhia aberta ou de entidade do sistema de distribuição ou para o exercício de atividades reguladas pela CVM, suspensão da autorização ou do registro de atividades, proibição temporária de até 20 anos para os integrantes do sistema de distribuição da práticas de

determinadas atividades ou operações ou para a atuação em operações no mercado de capitais.

Dessas alternativas legais, a pena de multa é a mais usada pela CVM, correspondendo a cerca de 75% das penalidades aplicadas (Gráfico 02). O montante total das multas aplicadas somou R\$ 1,04 bilhão<sup>1</sup>. Conforme a Tabela 02, a quase totalidade desse valor é composto de multas em acusações sobre ilícitos de mercado (ICVM 08/1979) ou questões societárias.

<sup>1</sup> O valor encontrado é bastante próximo ao informado pela CVM em seu relatório, que é de R\$ 1,044 bilhão.

**Tabela 02. Condutas e soma do valor das multas nos PAS da CVM. 2019**

Conduta	Quantidade	multa
Abuso do poder de controle e conflito de interesses	7	R\$ 167.090.393,00
Irregularidades na atuação de intermediários e agentes autônomos	11	R\$ 2.850.000,00
Desenquadramento de carteira	13	R\$ 4.390.000,00
Falhas em escrituração contábil, livros sociais e demonstrações financeiras	56	R\$ 6.985.000,00
<i>Insider trading</i>	1	R\$ 536.506.289,00
Oferta pública de sem registro (condo-hotéis)	19	R\$ 3.132.000,00
Ilícitos da ICVM 08/79	74	R\$ 273.055.448,00
Problemas na divulgação de informações	2	R\$ 500.000,00
Programa de Revisão Externa de Qualidade (Auditoria)	21	R\$ 1.707.500,00
Violação do dever dos administradores e atuação em conflito de interesses	36	R\$ 8.125.000,00
Outros	26	R\$ 41.012.124,00

Fonte: Dados CVM, elaboração própria

O destaque desta tabela é a condenação por *insider trading* no valor de R\$ 536 milhões, o que é superior à soma de todas as outras multas impostas. Ela ocorre no PAS RJ2014/0578. O valor expressado na tabela é composto por duas condenações, nos valores de R\$ 440 milhões e R\$ 95 milhões. Ambas foram calculadas como 2,5 vezes o valor da perda evitada por meio da negociação de ações de posse de informação relevante não divulgada ao mercado. Além disso, o indiciado foi condenado à inabilitação temporária pelo prazo de sete anos.

Outro caso de destaque é o PAS 13/2014, no qual houve condenação de acionista controlador indireto a pagar multa pecuniária no valor de R\$130.184.495,83. A ilicitude da conduta foi fundamentada pela infração dos arts. 116 e 117 da Lei das S.A., abuso do poder de controle em razão de transferências de valores para outra empresa controlada. O montante da multa foi calculado pelo dobro após atualização monetária do valor da transferência.

Em relação a Ilícitos da ICVM 08/1979, o destaque é o PAS 02/2013, no qual houve condenação ao pagamento de R\$ 59,9 milhões. No mesmo processo, outra pessoa física foi

condenada a multa de R\$ 41 milhões. Ambos foram condenados sob a alegação de terem sido beneficiários de transferências onerosas de ativos sem valor em detrimento do fundo de empresa estatal. A quantia das multas também foi calculada como 2,5 vezes a da vantagem indevida.

### **1.2. Nova dosimetria da pena da Lei n. 13.506/2017 e da ICVM607/19, com olhar para a atividade da CVM no primeiro semestre de 2019**

Em sua redação atual, o art. 11 da Lei 6.385/76 determina os seguintes critérios limites para multas pecuniárias:

“Art. 11. (...)”

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

- I. R\$ 50.000.000,00 (cinquenta milhões);
- II. o dobro o valor da emissão ou da operação irregular;

- III. 3 (três) vezes o montante da vantagem econômica obtida ou da perda evitada em decorrência do ilícito; ou
- IV. o dobro do prejuízo causado aos investidores em decorrência do ilícito.”

Desses, o destaque é o inciso I, que determina o teto de R\$ 50 milhões de reais. Em 1997, esse teto fora estabelecido em R\$ 500 mil reais, inovação trazida pela Lei 9.457/1995. A Medida Provisória 784/2017 ampliou drasticamente esse teto para R\$ 500 milhões de reais. Pouco tempo depois disso, a Lei 13.506/2017 estabeleceu o teto atual de R\$ 50 milhões.

Essas mudanças trouxeram a necessidade de regulamentação da nova legislação pela CVM. Os agentes de mercado esperavam que as novas regras administrativas tivessem alguns parâmetros para a concretização da dosimetria que pautará o regulador para definir o valor da multa, em especial, na elevação de R\$ 500 mil reais para R\$ 50 milhões, sem referência com a prática ilícita. Dentro deste contexto, foi editada a ICVM 607/2019, em junho de 2019.

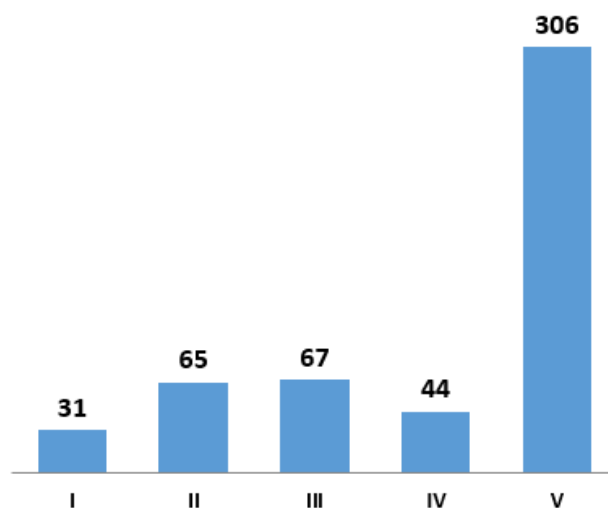
A instrução adotou três fases para determinar a dosimetria da pena, nos termos do seu art. 62, com definição primeiramente da pena-base, depois aplicando-se as circunstâncias agravantes e atenuantes, em seguida a causa de redução da pena.

Ainda para a definição da pena-base, a ICVM 607/2019 traz um limite ao julgador a depender exclusivamente da conduta ilícita. Dividiu condutas em cinco grupos conforme a sua gravidade, que está no anexo 63 da Instrução, reproduzido em anexo e este relatório.

Como as condutas julgadas pela CVM em 2019 foram praticadas antes da reforma legal e da edição da ICVM 607/2019, a nova dosimetria ainda não apareceu nos dados deste relatório. Apesar disto, realizamos uma análise hipotética e um esforço de classificação das acusações de acordo com as diretrizes do anexo 63 da ICVM 607/2019.

Verifica-se que as acusações se concentraram majoritariamente no Grupo V, conforme demonstrado no Gráfico 03 abaixo.

**Gráfico 03. Condutas julgada em PAS da CVM em 2019 e Grupos da Instrução CVM 607/2019, Anexo 63**



Fonte: Dados da CVM. Elaboração própria

Os números indicam que mais de 60% das condutas, caso tivessem sido praticadas na vigência da ICVM 607/2019, seriam classificadas como gravíssimas. Por outro lado, cumpre lembrar que todas as condutas foram praticadas na vigência na redação do art. 11 da Lei 6.385/76 que impunha um teto de R\$ 500 mil reais para as punições ou a utilização de outros critérios previstos na lei. Verificou-se que a maior parte das multas aplicadas – 233 condenações com penalidade de multa - foi em valores inferiores a esse teto legal.

O fato de as condutas objeto dos julgamentos de 2019, em sua grande maioria, estarem listadas no Grupo V do Anexo 63 da ICVM 607/2019, sugere que o regulador está alocando os seus esforços da sua atividade punitiva em infrações consideradas graves.

Apesar de a CVM ainda não aplicar os parâmetros da nova dosimetria, já há um ensaio na

fundamentação das condenações que determinam o pagamento de multa. A Tabela 03 a seguir mostra os principais itens apresentados

pelos julgadores, bem como a ocorrência deles, lembrando que é possível mais de uma fundamentação em cada decisão.

**Tabela 03. Parâmetros de dosimetria utilizados nos PAS da CVM. 2019**

Fundamentação	Ocorrências	Fundamentação	Ocorrências
Antecedentes	156	Obtenção de vantagem indevida	19
Gravidade	102	Dificuldade financeira	10
Repercussões a terceiros	58	Desistência dos reclamantes	10
Prática sistemática	66	Outros ilícitos após o fato	9
Subordinação funcional	32	Reincidência	6
<i>Shell Company</i> <sup>2</sup>	21	Situação econômica da empresa	6
Primariedade	15	Características do caso concreto	6
Controle "de fato"	14	Outros	107
Duração	21		

Antecedente do acusado é o principal critério avaliado pelos julgadores quando da fixação de pena. Ele aparece tanto para agravar a pena quanto para, no caso de bons antecedentes, servir como atenuante. Em uma categoria próxima, o fato de a conduta constituir em uma única prática ou ser reiterada, bem como a sua duração, também são considerados. Um ponto que chama atenção é a anotação da prática de outras atividades ilícitas, mesmo se essas outras práticas não tenham resultado condenações definitivas. Essa argumentação foi registrada como “Outros ilícitos após o fato” e conta com 9 referências.

A gravidade da ilicitude também aparece na avaliação dos julgadores, seja de forma explícita seja indiretamente por meio de outras considerações, como na repercussão a terceiros (o que inclui os danos ao mercado como um todo).

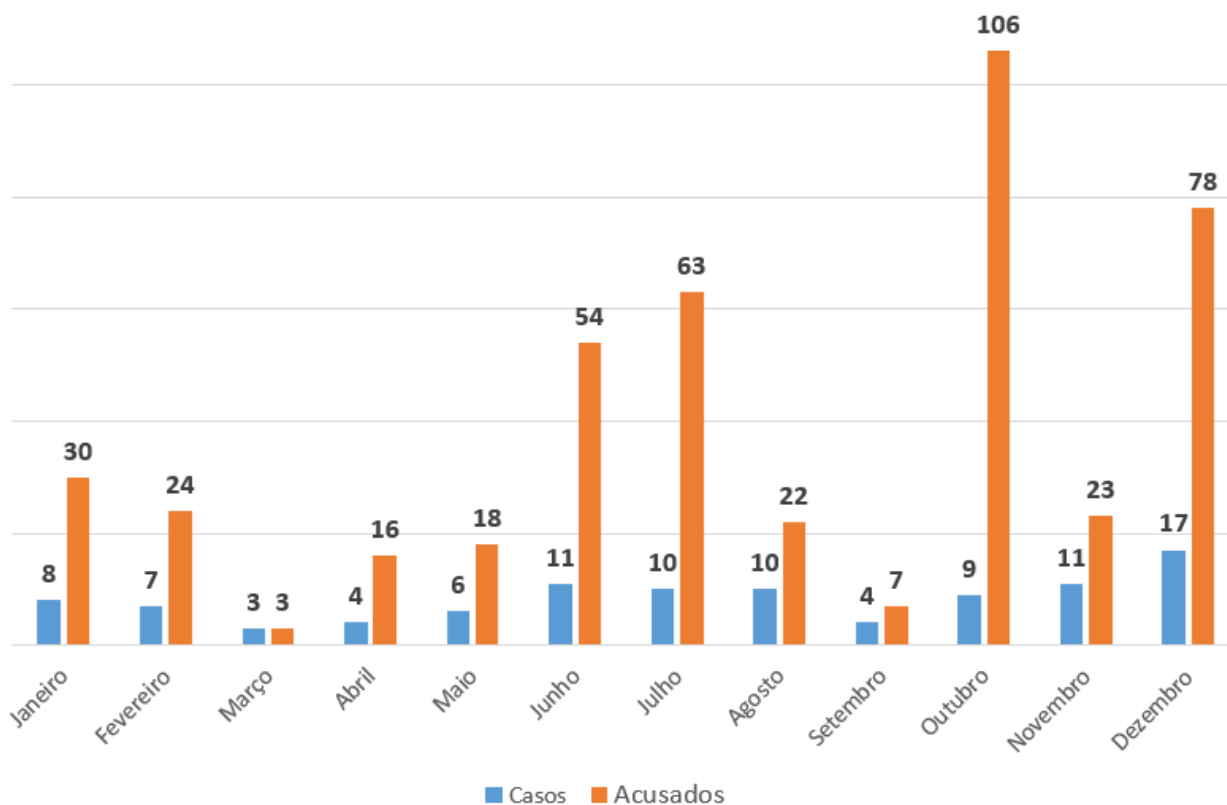
A obtenção de vantagens ilícitas e a sua dimensão aparecem algumas vezes como referência. Aqui, os julgadores parecem valorizar o fato de o acusado ter recebido ganhos financeiros pela prática do ilícito.

Por fim, a distribuição dos julgamentos na CVM é razoavelmente constante, com cerca de 10 processos julgados por mês (Gráfico 06). Como alguns casos podem envolver muitos acusados, notamos que, em alguns meses, a CVM concentra a análise das acusações de um número maior de pessoa.

<sup>2</sup> Na categoria *Shell Company*, levamos em conta considerações dos julgadores sobre a presença de companhia não tem uma atividade operacional, mas serve para outras finalidades na avaliação da dosimetria. Como exemplo, no julgamento do PAS RJ2017/3521, os julgadores lançaram a seguinte consideração: “No que diz respeito à dosimetria das penalidades a serem aplicadas aos Acusados, entendo que deve ser ponderado, de um lado, como atenuante, (i) o fato de a Companhia, embora registrada junto à CVM, enquadrar-se no conceito de “Shell Company” que não possuía autorização para negociação de suas ações em bolsa de valores, o que limitaria eventuais danos decorrentes das irregularidades apuradas no presente caso, tal como exposto no item 18 deste voto; e, de outro, como circunstância agravante”



Gráfico 04. Número de casos e acusados julgados por mês nos PAS CVM. 2019



Alguns julgamentos envolveram grandes números de acusados. O PAS 21/2010, julgado em outubro, versou sobre imputações a 46 pessoas. O PAS 07/2013, também julgado em outubro, tratou de 32 acusados. Em julho, o RJ2015/13326 foi decidido para julgar 18 acusados.

### 1.3 Termo de compromisso

Em 2019, foram analisadas 274 propostas de termos de compromisso. Elas partiram de 216 pessoas físicas, 57 pessoas jurídicas e um fundo de investimento.

Gráfico 05. Temas da acusação das propostas de termo de compromisso na CVM. 2019



Problemas informacionais, ilícitos do mercado secundário e questões societárias abarcam cerca de 74% dos temas de todas as propostas analisadas pela CVM em 2019.

Propostas sobre problemas informacionais envolviam as seguintes condutas: (i) divulgação intempestiva de fato relevante; (ii) divulgação de informe publicitário com dados imprecisos; (iii) não comunicação de redução de participação relevante; (iv) divulgação intempestiva e inadequada de fato relevante; (v) não divulgação de fato relevante; (vi) divulgação irregular de demonstrações financeiras; (vii) não envio e não elaboração de informações periódicas. Das 96 propostas envolvendo esse tema, 64 foram aceitas.

Propostas de termo de compromisso relacionadas com os ilícitos do mercado secundário envolveram as seguintes condutas: (i) uso de informação

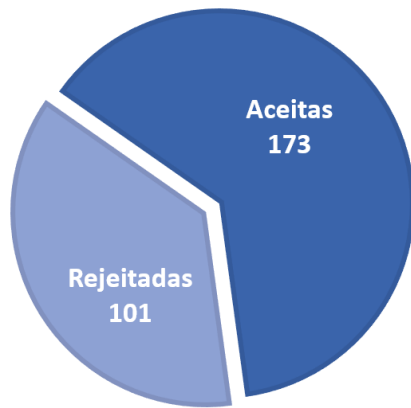
privilegiada (*insider trading*); (ii) negociação em período vedado; (iii) criação de condições artificiais; (iv) manipulação de preço; e (v) prática não equitativa. Das 55 propostas apreciadas neste assunto, 36 foram aceitas e 19 foram rejeitadas pelo Colegiado da CVM.

Em relação às 52 propostas apresentadas que tratavam de supostas infrações às normas societárias, as seguintes condutas foram identificadas: (i) remuneração dos administradores e (ii) rodízio de empresas de auditoria. Dessas, 34 propostas foram aceitas pelo Colegiado da CVM.

Do total de 274 propostas apreciadas pelo Colegiado da CVM em 2019, 101 foram aceitas e 173 foram rejeitadas, conforme Gráfico 06 abaixo<sup>3</sup>.

<sup>3</sup> Nossos números são diferentes do que aponta a CVM, que informa a celebração de 179 termos de compromisso. Por outro lado, a CVM não informa o número de propostas rejeitadas.

**Gráfico 06. Propostas de termos de compromisso aceitas e rejeitadas em 2019**



Fonte: Dados CVM, elaboração própria.

Verifica-se um elevada taxa de aceitação das propostas de termos de compromisso. As razões para a aceitação ou rejeição das propostas são identificadas na tabela abaixo, lembrando que o termo de compromisso pode conter mais de uma razão para a sua decisão.

**Tabela 04. Fundamentação para aceitação ou rejeição dos termos de compromisso pela CVM. 2019**

Justificativa	Rejeições	Aceitações
Acordos em casos semelhantes	5	14
Adesão à negociação proposta	14	29
Ausência de indenização	15	
Características do caso concreto	7	15
Caso maduro para julgamento	3	
Celeridade do processo		5
Conveniência e oportunidade	34	31
Finalidade preventiva do TC	2	22
Gravidade do caso	21	1
Histórico da CVM	2	9
Histórico dos proponentes	17	9
Indenização de danos difusos	4	13
Intempestividade da proposta	4	
Montante insignificante/desproporcional	4	
Óbice jurídico	4	
Pouca economia processual	18	
Proporção entre a infração e a proposta	1	4
Questão demanda posicionamento do colegiado	3	
(In)Suficiente para desestimular	19	126
Outros		8

Fonte: Dados CVM, elaboração própria

As obrigações analisadas nas propostas de termos de compromisso são, em sua quase totalidade, pagamento de valores. A Tabela 05 descreve o número de obrigações aceitas e rejeitadas.

**Tabela 05. Obrigações nas propostas de termos de compromisso da CVM. 2019**

Obrigaç�o	Rejeitadas	Aceitas
Advert�ncia <sup>4</sup>	2	
Devolu�o de recursos	2	
Indeniza�o	3	7
Obriga�es de fazer	5	7
Obriga�o de n�o fazer	14	31
Pagamento de valor	74	171

Os valores das obriga es de pagar assumidas em termos de compromisso em 2019 somam R\$ 43 milhões<sup>5</sup>. Além disso, a CVM deixou de aceitar propostas cujo montante somariam de R\$ 16 milhões. A distribui o dos montantes das propostas por tema do caso e grupo da ICVM 607   representada nas Tabela 09 a seguir.

**Tabela 06. Tema, aceita o ou rejei o das propostas de termos de compromisso e valores na CVM. 2019**

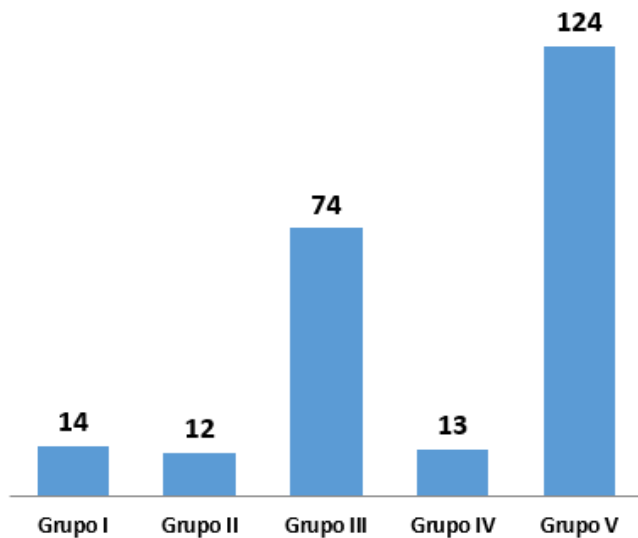
Tema	Soma dos valores em TC rejeitados	Soma dos valores em TC aceito
Administra�o de carteira	R\$ 400.000,00	R\$ 1.954.874,87
Auditoria		R\$ 1.150.000,00
Fundos de investimentos	R\$ 110.200,00	R\$ 4.778.110,00
Il�citos de mercado	R\$ 6.815.966,00	R\$ 19.076.076,00
<i>Insider trading</i>		R\$ 230.000,00
Intermedia�o	R\$ 150.000,00	R\$ 1.833.000,00
Negocia�o em per�odo vedado		R\$ 449.431,20
Oferta p�blica sem registro	R\$ 100.000,00	
problemas informacionais	R\$ 6.810.954,00	R\$ 10.190.000,00
Societ�rio	R\$ 1.640.000,00	R\$ 4.075.000,00

Assim como no caso dos processos administrativos sancionadores, foram classificadas as condutas objeto de termos de compromisso de acordo com os grupos estabelecidos no anexo 63 da ICVM 607/19, em um exercício hipotético, pois ainda não há aplica o de tais critérios. Também há prevalência de condutas que seriam enquadradas no grupo V, mas também   notável uma distribui o elevada nas condutas elegíveis para o grupo III.

<sup>4</sup> Na decisão no processo SEI 19957.001413/2015-25, ambos os proponentes propuseram o pagamento de valores e o recebimento de uma advertência. A proposta não foi aceita.

<sup>5</sup> Esse número   diferente do valor apresentado pela CVM, que   de R\$ 65 milhões. Uma possível explica o para essa diferença   que não consideramos as obriga es de indenizar terceiros, as quais a CVM aponta como R\$ 18 milhões. Caso descontado esse valor, temos que a CVM informa R\$ 47 milhões em obriga es de pagamento de valor assumidas, número próximo ao nosso.

**Gráfico 07. Condutas das propostas de termo de compromisso em 2019 e Grupos Instrução CVM 607/2019, Anexo 63**



Fonte: Dados CVM, elaboração própria.

Entre os termos de compromisso aceitos, merece destaque o PAS SEI 19957.002595/2017-13. Nele, uma sociedade corretora e o seu diretor celebraram acordos assumindo pagar “apenas” R\$ 25.000,00. A acusação sobre eles era de deixar de terem arquivado todos os registros das ordens transmitidas pelos clientes, em infração ao art. 13 da ICVM 505/2011. Apesar de esse caso envolver condutas bem mais graves de outras pessoas, como *front running* e quebra do dever de sigilo, os julgadores souberam isolar a situação desses proponentes do contexto mais grave. Eles levaram em consideração ainda que o caso iniciou por

denúncia da própria corretora, que colaborou com a CVM.

Outros casos envolvem um valor pecuniário baixo, embora carreguem outras obrigações que podem gerar maior repercussão sobre os proponentes. O julgamento do PROC. SEI 19957.006392/2017-04 tratava da violação da regra de rotatividade dos auditores independentes prevista no art. 31 da ICVM 308/99. No caso, os mesmos auditores foram contratados pelo sexto ano consecutivo, o que leva à responsabilização dos administradores da companhia, por força do art. 27 da ICVM 308/99. Os 7 administradores apresentaram proposta de alcançarem, individualmente, R\$ 15.000,00. Além disso, eles acordaram em não exercer funções de administração por 1 ano.

Por outro lado, oferecer valores substanciais não garante a aprovação do termo de compromisso. Sendo isso perceptível na rejeição das propostas no PAS SEI 19957.011708/2017-71, caso que avaliava o envolvimento de empresas em operações irregulares em ações de emissão de companhia aberta. A área técnica da CVM caracterizou as operações como *naked short selling*, gerando um ganho bruto de R\$ 6.638 milhões. O Comitê de negociações da CVM sugeriu o pagamento do valor agregado de aproximadamente R\$ 20 milhões. A contraproposta dos proponentes foi no valor total de aproximadamente R\$ 3.7 milhões, o que não foi aceito pelo colegiado.

## 2. CONSELHO DE RECURSO DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL – CRSFN.

O CRSFN é a instância recursal para alguns órgãos da administração pública federal, em especial, Banco Central, CVM e COAF. Embora sejam realizados julgamentos mensais, nem sempre há julgados em processos originados na CVM.

No CRSFN, foram colocados em pauta para julgamento 50 processos no ano de 2019 com

origem na CVM. Entretanto, apenas 39 foram efetivamente julgados. Por 14 vezes, processos foram pautados e retirados (alguns, mais de uma vez). Nem sempre a razão para a retirada de pauta é especificada. Identifica-se ainda que houve 5 conversões em diligência para averiguar a ocorrência de prescrição e 4 pedidos de vista.

Nos 39 processos julgados, houve decisão para 132 pessoas. A distribuição dos temas das condutas é representada no gráfico a seguir.

Gráfico 8. Número de pessoas julgadas, por tema, em recursos junto ao CRSFN. 2019



Fonte: Dados CRSFN, elaboração própria.

Na categoria “outros”, agregamos dois recursos sobre *insider trading*, outros dois nos quais a decisão não permitiu identificar a conduta dos agentes. De toda sorte, percebe-se uma prevalência de recursos envolvendo ilícitos do mercado secundário.

Nota-se que o CRSFN tende a manter as decisões da CVM. A Tabela 07 a seguir mostra como foram tratadas as situações das 132 pessoas, cujas condutas foram objeto de nova análise pelo Conselho.

**Tabela 07. Decisões do CRSFN, por pessoa, em processos originados na CVM. 2019**

<b>Decisão do CRSFN</b>	<b>Recorrentes</b>
<b>Manutenção do julgamento da CVM</b>	103
<b>Diminuição da pena pecuniária</b>	23
<b>Imposição de pena pecuniária (em recurso de ofício)</b>	2
<b>Diminuição da pena não pecuniária</b>	4

Fonte: Dados CRSFN, elaboração própria.

Entre as decisões da CVM que foram mantidas pelo CRSFN, temos 60 decisões de primeira instância que impunham apenas pena pecuniária, 30 decisões de absolvição e 12 decisões que aplicavam penas não pecuniárias. Dos casos em que houve diminuição da pena pecuniária, há 21 em que houve redução do valor e duas com absolvições. Nos dois casos em que houve agravamento, o julgamento de absolvição foi revisto pelo CRSFN.

Assim, resultado mais comum é manutenção de julgamentos que determinam o pagamento multas, mas não determinam penas não pecuniárias, como proibições e suspensões. O segundo resultado mais frequente é a manutenção da absolvição total. Em quatro casos, o CRSFN reverteu julgamentos que condenavam somente a penas não pecuniárias, deixando de impor a punição. Somente em quatro casos a situação do recorrido piorou. Em dois, houve um aumento da pena pecuniária, e em outros dois ocorreu a reversão da absolvição em penas de multa.

Entre as 23 diminuições da pena pecuniária, há duas absolvições. A mais expressiva dela envolveu foi o julgamento do PAS CVM RJ2013/13172, no qual houve absolvição, modificando a condenação em R\$ 21 milhões. Os demais 21 casos somavam, antes da revisão, R\$ 5.5 milhões. Depois de julgados os recursos, o montante passou a ser de R\$ 2.8 milhões.

Outros casos, embora não tenham resultado em absolvições, levaram à redução substancial da condenação. No julgamento do Recurso 10372.100125/2018-00, tratando sobre o PAS CVM RJ2014/1785, o recorrente viu sua condenação de R\$ 100.000,00 por *insider trading* ser reduzida para R\$ 13.350,00. Diferentemente da CVM, os membros do CRSFN entenderam que o critério para a punição deveria ser 1,5x o valor lucro presumido, o que gerou a redução.

O efetivo agravamento da situação dos acusados aconteceu uma vez, no Processo Eletrônico 10372.000502/2016-31. Nele, foi dado provimento ao recurso de ofício, e dois acusados foram condenados ao pagamento de R\$ 500.000,00 por conta de práticas não equitativas.

Por fim, é de se destacar o julgamento dos recursos n. SEI 10372.100061/2018-39, que manteve a condenação ao pagamento de multa no valor de R\$ 111 milhões imposta no PAS CVM RJ 2015/9909. Na decisão da CVM, foi cogitada a imposição de um valor superior -- R\$ 438 milhões -, que seria equivalente a três vezes o ganho econômico obtido com a prática de operações fraudulentas. Entretanto, o valor final de R\$ 111 milhões foi adotado, representando 50% do valor total da operação. Em sede de recursos, os julgadores não só indeferiram o apelo, mas também avaliaram que o valor de R\$ 438 milhões seria mais adequado, embora o aumento da pena não fosse permitido em razão da proibição de *reformatio in pejus*.

### 3. BM&FBOVESPA SUPERVISÃO DE MERCADOS - BSM.

Na BSM – entidade autorreguladora do mercado - foram localizados apenas sete processos julgados<sup>6</sup>. Abaixo segue descrição de cada um.

1) PAD 13/2018. O processo envolveu agente autônomo que negociou valores mobiliários por meio de intermediário ao qual não estava vinculado. Por decisão do Diretor de Autorregulação, em 11/01/2019, houve aplicação da pena de advertência.

2) PAD 019/2018. Neste processo, o acusado teria recomendado a um investidor a realização de operação no mercado a termo, o que seria incompatível com o perfil de risco dele. As operações resultaram em um prejuízo de R\$ 190.244,68. Foi apresentada proposta de termo de compromisso, na qual o acusado se comprometia a alcançar R\$ 105.000,00 à BSM, bem como retificar a sua conduta. A proposta foi aceita por decisão do Pleno do Conselho de Supervisão em 17/01/2019.

3) PAD 006/2018. Tratou da conduta de corretora e seu diretor de relações com o mercado em razão de desenquadramento de requisitos financeiros patrimoniais mínimos e excesso de custódia. Também por decisão do Diretor de Autorregulação, em 21/01/2019, houve arquivamento em relação à corretora por se encontrar em liquidação extrajudicial e aplicação da penalidade de multa no valor de R\$ 50.000,00 para o diretor.

4) PAD 006/2017. O agente autônomo acusado recomendou a realização de operações com contratos futuros de taxa de câmbio de reais por dólar comercial (DOL) a clientes cujo perfil de

investimento – classificado como moderado – era incompatível. Como resultado, os investidores acabaram por ter prejuízos no montante de R\$ 210.183,50. A acusação entendeu que a conduta do agente autônomo violava o art. 5º, inciso I, da ICVM 539/2013, o que foi aceito pela Turma do Conselho de Supervisão. O julgamento do Pleno do Conselho de Supervisão, realizado em 03/04/19, manteve a decisão da Turma, ratificando a condenação ao pagamento de multa em R\$ 30.000,00.

5) PAD 009/2018. A agente autônoma foi acusada de realizar 5 operações sem ordens prévias, em violação aos arts. 1º, 12 e 14 da ICVM 505/11. A acusada apresentou proposta de termo de compromisso, na qual se comprometia a ajustar a sua conduta. Em 17/04/2019, o Conselho de Supervisão da BSM decidiu aceitar a proposta, desde que acompanhada do pagamento de R\$ 20.000,00.

6) PAD 025/2018. Ao acusado é atribuído ter recomendado operações a investidor que não eram compatíveis com o seu perfil de risco, sendo o prejuízo resultante disso no montante de R\$ 126.466,58. Ele apresentou proposta de termo de compromisso, na qual assume o pagamento de R\$ 10.000,00 à BSM. A proposta foi aceita em 23/05/2019, em decisão do Pleno do Conselho de Supervisão.

7) PAD 012/2016. O processo envolve corretora e seus diretores. Segundo a acusação, a corretora executou operações com carteira própria em detrimento de ordens de clientes registradas no livro da B3 e com prioridade de execução. Parte das acusações foram encerradas por meio de compromisso, cuja assinatura ocorreu em 2018. Ainda nesse ano, a corretora e diretor de relações

<sup>6</sup>A BSM oferece um portal (<https://www.bsmsupervisoao.com.br/atividades-disciplinares-e-processos/acompanhe-os-processos>) para busca de decisões. Todavia, não é possível filtrar por data da decisão. É possível realizar um filtro por casos “encerrados”, mas o encerramento ocorre depois das decisões. Assim, para encontrar as decisões tomadas em 2019, buscamos por todos os processos que não estavam encerrados ou foram encerrados ao longo de 2019. Após verificá-los individualmente, encontramos um total de 7 processos únicos.



com o mercado foram condenados pela Turma de Supervisão por atuação em conflito de interesses, o que vai contra o art. 30, parágrafo único, da ICVM 505/11. A condenação da corretora foi em 1,5 vez o ganho obtido nas operações, bem como o ressarcimento de clientes lesados. O DRM foi multado em R\$ 500.000,00. Em 12/08/2019, o

Pleno do Conselho de Supervisão decidiu por manter a decisão da Turma.

Ressalta-se que não foram localizadas as decisões sobre o Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos referente ao ano de 2019 no *site* da BSM.

#### 4. SÍNTESE DOS NÚMEROS

Este levantamento detalhado referente ano de 2019 serve para pavimentar possíveis avaliações da atividade punitiva no mercado de valores mobiliários brasileiro, em especial para acompanhamento da nova dosimetria da pena prevista na Lei n. 13.506/2017 e na ICVM 607/2019.

Na atuação da CVM em 2019, ressaltam-se os seguintes dados:

- Questões societárias, ilícitos do mercado secundário (ICVM 08/1979 e *insider trading*) e auditoria são os temas que mais ocupam a atividade punitiva da CVM. Estes temas representam 61 dos 100 casos julgados.
- Ilícitos do mercado secundário (ICVM 08 e *insider trading*) somam o maior número de acusados em processos administrativos sancionadores (128). Ao longo de 2019, foram 100 acusados punidos neste tema. As multas aplicadas em julgamentos destes ilícitos somam R\$ 809.561.737,00.
- Os números sobre termos de compromisso indicam que a CVM tem boa aceitação da via

consensual. Foram aceitas 60% - 101 das 173 - propostas apresentadas pelos indiciados, em geral com a determinação da obrigação de pagar determinado valor. O total das propostas aceitas somam R\$ 43 milhões, dos quais quase R\$ 20 milhões relacionam-se com ilícitos do mercado secundário;

- O reconhecimento de condo-hotéis como valores mobiliários representa, em números, razoável volume na atuação punitiva (12 processos administrativos sancionadores, 48 acusados, sendo 28 condenados) para análise de ofertas pública sem registro; e
- Os dados sobre a atividade punitiva de 2019 sugerem que não é possível antecipar sobre como a CVM utilizará a nova dosimetria prevista na ICVM 607/2019, pois o regulador pouco utilizou os limites que já estavam previstos em lei.

Na atuação do CRSFN, pode-se apontar que o tribunal de segunda instância tendeu a manter as decisões da CVM em 2019.

Sobre a BSM, os números apontam uma baixa atuação como entidade sancionadora em 2019.

## Grupos e condutas do Anexo 63 da Instrução CVM 607/2019

Grupos	Condutas	Valor máximo da pena-base
Grupo I	I – relacionadas à elaboração e manutenção dos livros sociais; II – previstas especificamente no Anexo 73 desta Instrução, ressalvadas as condutas descritas neste Anexo; III – não observância de prazo para convocação de assembleia geral de cotistas de fundos de investimento; IV – não divulgação de informações periódicas e eventuais, exceto não divulgação ou divulgação em desconformidade com a forma prevista na regulamentação de ato ou fato relevante; e V – violação às normas que dispõem sobre as atividades de agente autônomo de investimento, analista de valores mobiliários e consultor de valores mobiliários.	R\$ 300.000,00 (trezentos mil reais)
Grupo II	I – não divulgação ou divulgação em desconformidade com a forma prevista na regulamentação de ato ou fato relevante; II – não elaboração ou elaboração de informações periódicas e eventuais em desconformidade com a regulamentação e a legislação aplicáveis, exceto a elaboração das demonstrações financeiras; III – violações que constituam infrações graves às normas que dispõem sobre as atividades de agente autônomo de investimento, analista de valores mobiliários e consultor de valores mobiliários; IV – violações às normas que dispõem sobre as atividades de agente fiduciário; e V – exercício irregular de atividade auditor independente.	R\$ 600.000,00 (seiscentos mil reais)
Grupo III	I – relacionadas à fixação do preço de emissão em sede de aumento de capital social de companhia aberta mediante subscrição de ações; II – relacionadas à elaboração de demonstrações financeiras das companhias abertas, companhias estrangeiras, companhias incentivadas e fundos de investimento, incluindo o descumprimento de determinação de republicação feita pela CVM; III – relacionadas à destinação e à retenção de lucros nas companhias abertas, bem como ao pagamento de dividendos; IV – violações que constituam infrações graves às normas que dispõem sobre a atividade de agente fiduciário; V – descumprimento dos deveres fiduciários dos conselheiros fiscais; VI – exercício irregular de atividade de agente autônomo de investimento, analista de valores mobiliários e consultor de valores mobiliários, escriturador e custodiante; VII – embaraço à fiscalização da CVM; VIII – violações à norma que dispõe sobre a atividade de administração de carteiras de valores mobiliários; IX – violações à norma que dispõe sobre as atividades de escrituração valores mobiliários, custódia de valores mobiliários, depósito centralizado de valores mobiliários e intermediação de operações em mercados regulamentados de valores mobiliários; e X – violações às normas que dispõem sobre as atividades de auditor independente.	R\$ 3.000.000,00 (três milhões de reais)
Grupo IV	I – violações que constituam infrações graves à norma que dispõe sobre a atividade de administração de carteiras de valores mobiliários; II – violações que constituam infração grave à norma que dispõe sobre as atividades de escrituração valores mobiliários, custódia de valores mobiliários, depósito centralizado de valores mobiliários e intermediação de operações em mercados regulamentados de valores mobiliários; III – violações que constituam infrações graves às normas que dispõem sobre a atividade de auditor independente; IV – exercício irregular de atividade de agente fiduciário, escrituração de valores mobiliários, custódia de valores mobiliários e depósito centralizado de valores mobiliários; V – relacionadas ao exercício do direito de voto do acionista em situação de conflito de interesses; VI – relacionadas ao exercício do direito de voto do administrador em situação de conflito de interesses; VII – violações à norma que dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, incluindo as distribuídas com esforços restritos; e VIII – relacionadas às ofertas públicas de aquisição de ações	R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais)
Grupo V	I – descumprimento dos deveres fiduciários dos administradores de companhias abertas ou fundos de investimento, ressalvadas as condutas específicas descritas em outro Grupo neste Anexo; II – violações que constituam infrações graves à norma que dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, incluindo as distribuídas com esforços restritos; e III – violações que constituam infração grave relacionada às ofertas públicas de aquisição de ações, incluindo as distribuídas com esforços restritos; IV – relacionadas ao abuso de poder de controle; V – relacionadas ao abuso de direito de voto; VI – relacionadas à criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários e uso de práticas não equitativas no mercado de valores mobiliários, manipulação de preços ou a realização de operações fraudulentas; VII – relacionadas à utilização de informação relevante ainda não divulgada ao mercado; VIII – exercício irregular de atividade de administração de carteiras de valores mobiliários; e IX – exercício irregular de intermediação de valores mobiliários	R\$ 20.000.000,00 (vinte milhões de reais)