



FGV DIREITO SP

NÚCLEO DE
MERCADOS
FINANCEIRO
E DE CAPITAIS

ALÉM DOS NÚMEROS DA CVM

Enforcement no Mercado de
Capitais Brasileiro

2022

AUTORES

COORDENADORES

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

É professora da Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas (FGV Direito SP), onde coordena o Núcleo em Mercados Financeiros e de Capitais (MFCap). 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). 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)

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

FERNANDA MANSUR (FERNANDAFMANSUR@GMAIL.COM)

Doutoranda e Mestre em Direito dos Negócios pela Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas (FGV Direito - SP). Bacharel em Direito pela Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS). Colaboradora do Núcleo em Mercados Financeiros e de Capitais (MFCap). Advogada.

PESQUISADORES DE GRADUAÇÃO

MARCUS VINÍCIUS OLIVEIRA NEVES (MARCUS.OLIVEIRANEVES@USP.BR)

Graduando do 5º semestre em Direito pela Universidade de São Paulo (USP).

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

Graduando do 7º semestre na Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas (FGV Direito - SP) com Bolsa da Presidência integral não restituível.

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

Graduanda do 7º semestre na Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio 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 Getúlio Vargas (FGV Direito SP). Foi pesquisador do Núcleo em Mercados Financeiros e de Capitais (MFCap) e no Laboratório de Dados e Pesquisa Empírica.

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 DE ADMINISTRAÇÃO DE CARTEIRAS
	RADIOGRAFIA DE CASOS DE ILÍCITOS DE MERCADO
	RADIOGRAFIA DAS QUESTÕES SOCIETÁRIAS
	RADIOGRAFIA DE PROBLEMAS INFORMACIONAIS E DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS
	RADIOGRAFIA DE AUDITORIA INDEPENDENTE
	PENALIDADES APLICADAS
	AS MULTAS APLICADAS
	DOSIMETRIA
	APLICAÇÃO DA NOVA DOSIMETRIA
18	Termos de Compromisso
	RESULTADO DA ANÁLISE DAS PROPOSTAS
	TEMAS
	RADIOGRAFIA DOS ÚLTIMOS 3 ANOS
	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 2022

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 organização dos dados que vão além dos relatórios oficiais, sempre baseado nas informações públicas disponíveis.

O objetivo é identificar e analisar 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 2022 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, 2020 e 2021 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 terceiro 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 2022

Quando se observa o número de processos julgados em 2022, 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 apresentou uma curva descendente: foram 98 processos em 2019, 63 em 2020, 56 processos em 2021 e 50 casos em 2022, menos da metade do número total observado em 2018.

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 em andamento na autarquia, ainda pendentes de conclusão. De acordo com informações da CVM, eram 693 processos nessa condição ao final do ano de 2022.

Ainda que ao longo dos primeiros meses de 2022 o órgão julgador (Colegiado da CVM) tenha funcionado de maneira incompleta (com vagas de diretores não preenchidas), essa condição não foi mais observada a partir de maio, quando todos os cargos passaram a estar preenchidos. Conforme previsão, em julho houve o encerramento do mandato do Presidente anterior, com a entrada de um novo dirigente para a autarquia. De qualquer forma, repetem-se as históricas limitações orçamentárias, acompanhadas das também dificuldades de contratação de novos funcionários. Segundo noticiado, a CVM iniciou o ano de 2023 com um déficit de 30% no quadro de servidores em relação a 2010, em um período no qual o mercado brasileiro apresentou considerável crescimento.

Em matéria de *enforcement*, como já observado no relatório do MFCap de 2021, merece atenção o fato de ter sido inaugurado um novo regime sancionador após a edição da Lei n.º 13.506, de 13 de novembro de 2017. Progressivamente os reflexos da nova lei são observados nos casos levados a julgamento, pois cada vez mais versam sobre fatos ocorridos após a entrada em vigor do novo diploma legal – o que, em tese, autoriza a aplicação do nova dosimetria.

De qualquer forma, a partir da metodologia de análise aplicada pelo MFCap nos dados dos últimos três anos, é possível se notar um dinamismo no perfil dos casos concluídos. Para os processos analisados em 2022 há mudanças significativas no perfil dos temas levados a julgamento, com considerável redução na participação relativa de questões societárias (17,3% das acusações em 2022 contra 45,2% em 2021), ao mesmo tempo em que a pauta se tornou mais diversificada.

Acusações envolvendo irregularidades ligadas à administração de carteiras subiram de 2,4% em 2021 para 26,1%, enquanto ilícitos de mercado voltaram a mostrar representatividade (compuseram 23,8% das acusações em 2020, caíram para apenas 2,0% em 2021 e alcançaram 22,1% dos casos em 2022) e o descumprimento das obrigações ligadas ao registro de ofertas públicas subiram para 7,2% das acusações (contra apenas 4,4% dos julgamentos no ano anterior).

Processos Julgados e Termos de Compromisso

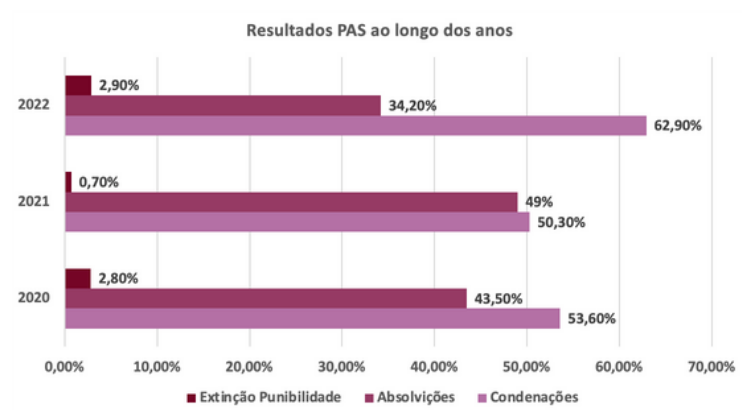
PRINCIPAIS CONSTATAÇÕES (2/2)

O ENFORCEMENT NA CVM EM 2022

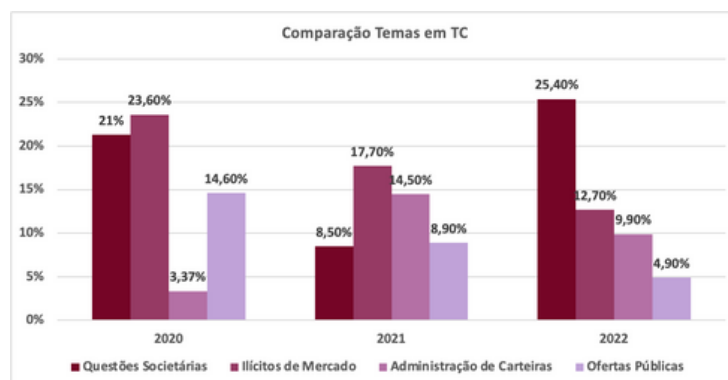
No campo das penas aplicadas, a CVM manteve o comportamento histórico de privilegiar o uso da pena pecuniária, utilizada em 90% das 193 penas aplicadas, seguida da advertência (6% das condenações em 2022). Na amostra colhida pelo MFCap, o valor total dessas multas alcançou R\$ 48,4 milhões, sendo que quase metade do valor é correspondente a julgados envolvendo ilícitos de mercado (R\$ 20,4 milhões).

Destaque-se que esse montante foi apurado em um contexto de utilização potencial do novo regime sancionador, com penas pecuniárias máximas mais altas em relação à legislação anterior - o valor da multa potencialmente aplicável cresceu de R\$ 500 mil para R\$ 50 milhões, a partir da edição da Lei n.º 13.506/2017.

Ainda que sem uma mudança expressiva, o percentual de condenações subiu em relação aos anos anteriores, alcançando 62,9% das condutas analisadas pelo MFCap, conforme destaca o gráfico abaixo:



No que se refere aos termos de compromisso, a pauta de decisões de aceitação ou rejeição em 2022 apresentou diferenças em relação aos casos levados a julgamento. Nas 142 decisões avaliadas pelo MFCap, houve prevalência de questões societárias (25,4%), problemas informacionais (20,4%), com menor representatividade das condutas que tiveram destaque nos processos julgados: administração de carteiras (9,9%), ilícitos de mercado (12,7%) e ofertas públicas (4,9%) tiveram menor participação relativa em decisões de termos de compromisso, conforme a seguir:



Em termos percentuais, houve ligeira queda no número de propostas rejeitadas (50,7% em 2022 contra 57,3% em 2021). Entre as propostas aceitas, manteve-se a preponderância de obrigações de pagamentos de valores, que alcançaram R\$ 40,2 milhões, número sensivelmente inferior ao de 2021 (R\$ 69 milhões), mas próximo do valor total de multas aplicadas nos julgamentos (R\$ 48,4 milhões, conforme visto).

Processos Julgados

RESULTADOS GERAIS

PROCESSOS JULGADOS EM 2022

Em 2022, a CVM julgou 50 processos administrativos sancionadores (PAS), envolvendo 188 indiciados, sendo 144 pessoas físicas e 44 pessoas jurídicas. Diferentemente de 2021, em 2022 não foram indiciados fundos de investimento.

Gráfico 02 - Resultado, por acusação, dos julgamentos dos PAS/CVM - 2022

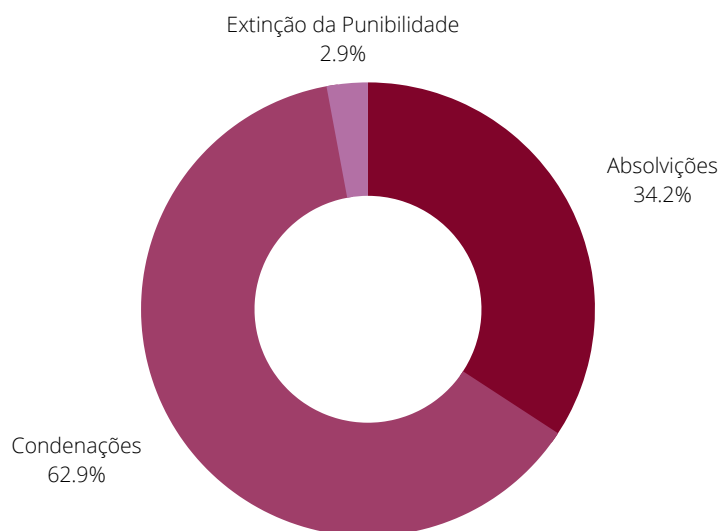
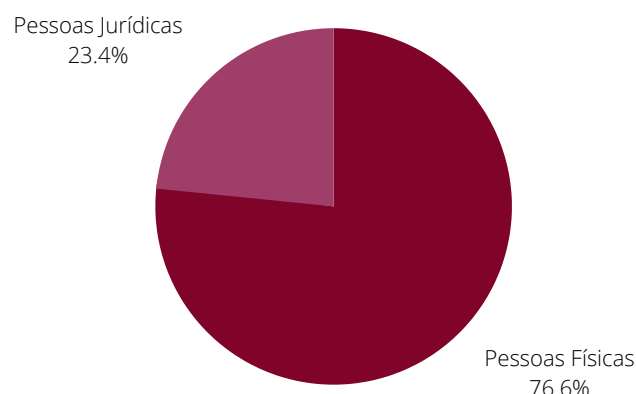


Gráfico 01 - Proporção de imputações às Pessoas Jurídicas e às Pessoas Físicas nos PAS/CVM - 2022



ACUSAÇÕES

Nos 50 PAS julgados ao longo de 2022, foram realizadas 307 acusações aos 188 indiciados.

CONDENAÇÕES

As 307 acusações resultaram em 193 condenações, 105 absolvições e 9 reconhecimentos de extinção de punibilidade.

50

Processos administrativos sancionadores julgados em 2022

307

Acusações analisadas nos PAS/CVM julgados em 2022

62,9%

Das condutas levadas a julgamento resultaram em condenações

Processos Julgados

AGENDA PUNITIVA E RESULTADOS DOS JULGAMENTOS

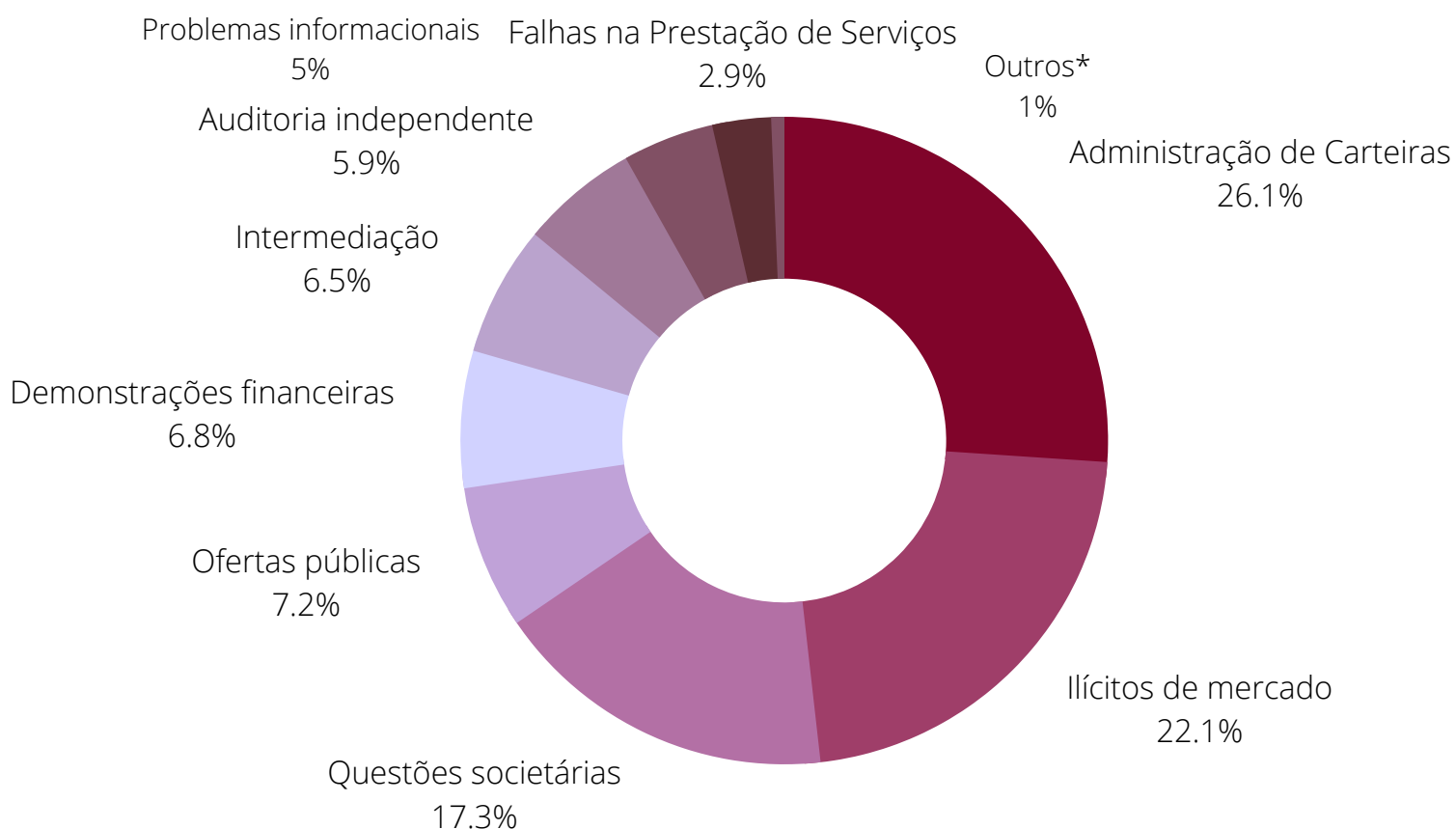
AGENDA PUNITIVA

As 307 acusações em PAS julgadas em 2022 versaram sobre administração de carteiras (80), ilícitos de mercado (68), questões societárias (53), ofertas públicas (22), demonstrações financeiras (21), intermediação (20), auditoria independente (18), problemas informacionais (14), falhas na prestação de serviços (9) e outros (2). Ao contrário dos anos anteriores, não houve julgamento de casos de *insider trading*.

TEMAS MAIS FREQUENTES: ADMINISTRAÇÃO DE CARTEIRAS E ILÍCITOS DE MERCADO

Administração de carteiras (26,1%) em conjunto com ilícitos de mercado (22,1%) representam quase metade das acusações julgadas em 2022, seguida de questões societárias e ofertas públicas. Ilícitos de mercado volta a aparecer com destaque neste ano - diferentemente do que se viu em 2021 - retomando o cenário de 2019 e 2020 em que apareciam em grande número na atuação sancionadora da CVM.

Gráfico 03 - Percentual de acusações por conduta geral nos PAS/CVM 2022



* Os dois casos classificados como "outros" dizem respeito a condutas relacionadas à embarço à fiscalização.

Processos Julgados

RADIOGRAFIA DE CASOS DE ADMINISTRAÇÃO DE CARTEIRAS

Conforme a metodologia adotada pelo MFCap na categorização dos casos classificados como "administração de carteiras" há dois grupos bem definidos, (i) as infrações aos normativos em vigor cometidas por participantes autorizados e (ii) o exercício irregular de atividade, sem a prévia autorização exigida pelo art. 23 da lei n.º 6.385/1976. Na amostra analisada em 2022 há casos que se enquadram nos dois grupos, com prevalência do segundo: perto de dois terços (67,2%) das 64 pessoas acusadas estiveram envolvidas em exercício irregular da atividade de administração de carteira de valores mobiliários, conduta que, além de sujeita às sanções na esfera administrativa, também pode ensejar a responsabilidade penal (crime de exercício irregular de cargo, profissão, atividade ou função, art. 27-E da mesma Lei n.º 6.385/1976).

Na amostra analisada pelo MFCap em 2022, todas as pessoas acusadas por administração de carteiras integravam um único processo administrativo, que envolveu uma corretora de valores, seus administradores, assessores de investimento contratados e outros investidores em geral.

É um caso singular, não apenas em função do número de envolvidos mas também pelo longo período no qual a conduta irregular se manteve (entre 2008 e 2011) e pelo valor total das multas aplicadas, que alcançaram R\$ 11,6 milhões (quando consideradas as demais infrações cometidas pelos mesmos acusados, como ilícitos de mercado e falhas na prestação de serviços de intermediação). Foram aplicadas sete multas de R\$ 500 mil a diferentes pessoas, valor máximo autorizado pela legislação aplicável à época dos fatos.

Nos casos relativos a falhas na prestação de serviços por pessoas autorizadas, as condutas foram variadas: envolveram problemas na gestão e administração fiduciária de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios, Fundos de Investimento em Participações, Fundos Imobiliários e os anteriormente denominados "Fundos 555". Nessas situações a acusação envolveu não apenas a pessoa jurídica autorizada a exercer a atividade (gestor ou administrador fiduciário) mas também os seus administradores (normalmente o "Diretor Responsável").

64

Pessoas acusadas sob a rubrica "administração de carteiras"

26%

Participação relativa de "administração de carteiras" nos casos estudados pelo MFCap

10

Administradores de gestoras ou administradores fiduciários envolvidos

Processos Julgados

RADIOGRAFIA DE CASOS DE ILÍCITOS DE MERCADO

A despeito da diminuta participação em 2021 (quando representaram menos de 5% das condutas estudadas), em 2022 os casos relativos a Ilícitos de Mercado (fundamentalmente, infrações à Resolução CVM n.º 62/2022, reedição da antiga Instrução CVM n.º 8/1979) ganharam representatividade e alcançaram 22,1% das condutas estudadas na amostra colhida pelo MFCap.

Quando consideradas as quatro modalidades tradicionais de Ilícito de Mercado, houve preponderância da chamada operação fraudulenta, com 54 imputações concentradas em 5 casos: um processo relacionado à administração irregular de carteiras (com caracterização de *churning*), três concernentes à gestão de fundos de investimento cumulada com a prática de fraude, outro relativo à transferência deliberada e irregular de recursos entre participantes por meio de *day trades* e um último sobre fraudes na negociação de debêntures.

Nos casos de operação fraudulenta em que houve condenação a dosimetria variou consideravelmente, entre uma multa pecuniária mínima de R\$ 175 mil e uma

inabilitação de cinco anos para a Diretora de uma corretora de valores envolvida na irregularidade.

As demais três condutas vedadas pela Resolução CVM n.º 62/2022 foram bem menos representativas nos casos analisados em 2022: criação de criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários (4 imputações em um único processo), manipulação de preço (3 imputações em 3 processos diferentes) e práticas não equitativas (6 imputações em um único processo, que envolveu prejuízos para um fundo de pensão estatal).

A despeito de menos representativas no contexto dos julgamentos realizados em 2022, conforme se verá adiante no relatório, dois casos de manipulação e um de prática não equitativa resultaram em algumas das penas pecuniárias mais gravosas, todas calculadas como um múltiplo da vantagem econômica indevidamente obtida: R\$ 1,9 milhão e R\$ 2,9 milhões para casos de manipulação de preços e R\$ 1,5 milhão para prática não equitativa.

R\$ 2,9 MI

Maior multa pecuniária aplicada por Ilícito de Mercado em 2022.

54

Acusações envolvendo infrações à Resolução CVM n.º 62/2022

79,4%

Das acusações envolvidas envolvendo Ilícitos de Mercado eram de operação fraudulenta

Processos Julgados

RADIOGRAFIA DAS QUESTÕES SOCIETÁRIAS

Em 2022, foram julgados 13 processos administrativos sancionadores que envolviam questões de direito societário, representando 53 acusações. Nota-se que o número de acusações neste tema foi mais baixo se comparado a 2021, ano em que foram encontradas 133 acusações no assunto.

Seguindo a tendência de 2020 e 2021, as absolvições superam as condenações em casos societários. Em 2022, os julgamentos no tema resultaram em 30 absolvições e 23 condenações.

Assim como em 2021, as acusações foram direcionadas, na sua grande maioria, a administradores (41), envolvendo ainda alguns controladores (6) e pessoas que ocupavam concomitantemente as posições de controlador e de administrador (6).

Em 2022, os temas dos processos administrativos sancionadores sobre questões societárias envolveram irregularidade na convocação e realização de Assembleia Geral, abuso do poder de controle e atuação em conflito de interesses, violação do direito dos minoritários, problemas em aumento de capital, dever de diligência e conflito de interesse por parte dos administradores. Diferente de 2021, no entanto, em 2022, quebra dos deveres fiduciários dos administradores não representaram a maioria das acusações aos administradores, somando apenas 17 das 53 imputações.

As condenações determinaram o pagamento de multas e apenas em um caso sobre irregularidades no aumento de capital foi decidido pela advertência dos membros do Conselho de Administração. A multa mais elevada chegou a R\$2,3 milhões, aplicada a controlador acusado de agir em conflito de interesses, com violação do art. 115 da Lei n. 6.404, e a mais baixa R\$ 49 mil em caso de não realização de Assembleia Geral.

R\$2,3MI

Multa para controlador em caso de conflito de interesses

53

Acusações envolvendo questões societárias

23

Condenações envolvendo questões societárias

Processos Julgados

RADIOGRAFIA DE PROBLEMAS INFORMACIONAIS E DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS

As Leis 6.385/1976 e 6.404/1976 e a regulamentação da CVM impõem aos emissores de valores mobiliários volumosas obrigações informacionais, seja na necessidade de elaboração e divulgação periódicas de uma série de informações em Demonstrações Financeiras, Informações Trimestrais e Formulário de Referência, seja com imposição de divulgação eventual de fatos relevantes e comunicados ao mercado.

Em 2022, foram julgados 9 casos, contendo 35 acusações, relativos a problemas informacionais e demonstrações financeiras. Estes números são mais baixos se comparados aos resultados de 2021, no qual foram encontrados 12 casos versando sobre problemas informacionais e seis sobre irregularidades nas demonstrações financeiras, envolvendo 66 acusações nos dois temas.

Na quase totalidade dos julgados em 2022 sobre problemas informacionais e irregularidades em demonstrações financeiras os acusados eram administradores de companhias abertas, o que não surpreende em função das responsabilidades inerentes aos ocupantes desses cargos a respeito dessas matérias.

Em sua maioria as acusações versaram sobre a não elaboração de informações periódicas (ITR, Demonstrações Financeiras e Formulário de Referência), com apenas 3 indiciados respondendo por ilicitudes na divulgação de fatos relevantes.

Das 14 acusações relacionadas com problemas informacionais, houve 11 condenações, duas extinções de punibilidade e apenas uma absolvição. Os julgamentos sobre irregularidades nas demonstrações financeiras resultaram em 11 condenações e 10 absolvições. As absolvições foram todas em um mesmo caso e relativas à responsabilidade de membros do Conselho Fiscal e do Conselho de Administração.

A não elaboração das informações periódicas acarretou multa que variou de R\$40 mil a R\$ 120 mil. Em caso de irregularidades na elaboração de demonstrações financeiras foi aplicada multa de R\$ 224 mil. E julgamento envolvendo não divulgação de fato relevante determinou a aplicação de multa de R\$ 300 mil.

9

Casos envolvendo problemas informacionais e demonstrações financeiras

35

Acusações envolvendo problemas informacionais e demonstrações financeiras.

11

Condenações em acusações relacionadas a problemas informacionais.

Processos Julgados

RADIOGRAFIA DE AUDITORIA INDEPENDENTE

Nos primeiros meses de 2023 cresceu o interesse da mídia e do público em geral pelo regime de responsabilidade dos auditores independentes, após as notícias sobre problemas de grande repercussão na elaboração, revisão e divulgação do conteúdo de demonstrações financeiras de companhias abertas.

Mas no que diz respeito à atividade de auditoria independente, o ano de 2022 não é uma boa ilustração do entendimento do regulador sobre os limites da responsabilização das empresas de auditoria e seus sócios e administradores, pelo menos no que diz respeito a questões de maior envergadura.

Na amostra estudada pelo MFCap, em 2022 foram julgados 6 casos sobre auditoria independente, com 10 acusações a 6 pessoas jurídicas (empresas de auditoria) e a 4 pessoas físicas (sócios ou diretores responsáveis nas empresas de auditoria). O exame mais cuidadoso dos 6 casos indica questões de fato e de direito de baixa complexidade.

Incluem o não cumprimento do programa de educação continuada, falhas na elaboração de demonstrações contábeis (em caso de menor repercussão midiática) e inobservância de regras de conduta pelo auditor independente.

Há também situações de exercício da atividade sem autorização.

As penas aplicadas sinalizam a menor relevância desses casos. Ainda que todos os acusados tenham sido condenados, as multas pecuniárias aplicadas variaram de R\$ 25 mil a R\$ 127,5 mil.

Em relação aos auditores independentes, em larga medida os resultados de 2022 apenas repetem os anos anteriores. Em 2021 os casos de auditoria independente representaram apenas 4,8% das condutas levadas a julgamento, com multas pecuniárias entre R\$ 45 mil e R\$ 250 mil. Em 2020 os números não são muito diferentes: 6,3% dos casos analisados, com multas variando de R\$ 50 mil a R\$ 275 mil.

6

Casos de auditoria independente foram julgados em 2022

10

Acusações envolvendo auditoria independente

R\$127MIL

Multa mais alta aplicada em casos de auditoria independente

Processos Julgados

PENALIDADES APLICADAS

EM 2022 FORAM IMPOSTAS 193 PENALIDADES

A penalidade com maior frequência foi multa pecuniária, aplicada 174 vezes em 2022. Em menor número, aparecem as advertências (11), seguidas de proibições temporária (4) e inabilitação (3).

As proibições temporárias variaram de 6 a 8 anos e foram aplicadas em casos de operação fraudulenta. Já as inabilitações variaram de 69 meses (em caso de administração de carteira sem autorização) até 5 anos (julgados sobre operação fraudulenta).

Gráfico 04 - Penalidades Aplicadas nos PAS/CVM - 2022

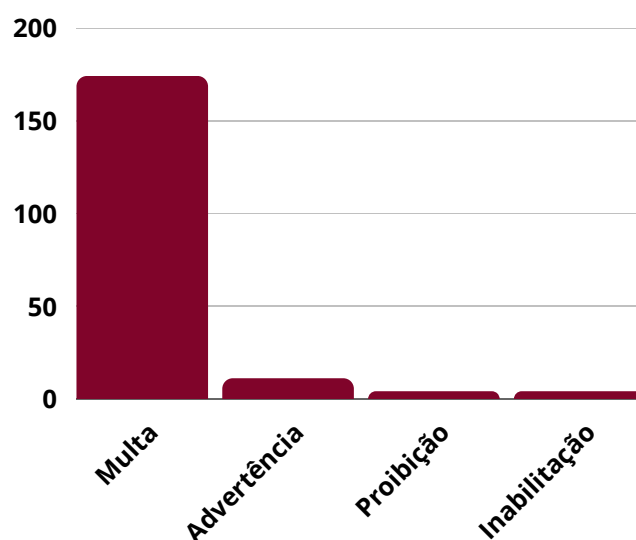


Tabela 01 - Número de Absoluções, Condenações e Extinções de Punibilidade vs. Conduta - PAS/CVM - 2022

Condutas gerais	Condenações	Absoluções	Extinção de punibilidade	Total
Administração de Carteiras	45	29	6	80
Auditoria independente	12	6	0	18
Demonstrações financeiras	9	12	0	21
Falhas na prestação de serviços	5	4	0	9
Ilícitos de mercado	52	16	0	68
Insider trading	0	0	0	0
Intermediação	18	1	1	20
Ofertas públicas	18	4	0	22
Problemas informacionais	11	1	2	14
Questões societárias	23	30	0	53
Outros	0	2	0	2
Total	193	105	9	307

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.

COMPARAÇÃO COM ANOS ANTERIORES

Em relação a 2021, nota-se uma diminuição no número de advertências aplicadas, que passou de 30 para 11 - chegando mais próximo do que se viu em 2020, quando foram aplicadas 12 advertências. O número em 2022 se distancia bastante daquele visto em 2019, quando foram aplicadas 43 advertências.

Processos Julgados

AS MULTAS APLICADAS

O MONTANTE TOTAL DAS MULTAS APLICADAS EM 2022 ALCANÇOU CERCA DE R\$ 48 MILHÕES

Em 2022, houve aumento do valor total das multas pecuniárias aplicadas se comparado com 2021. Se em 2021 o montante total somou R\$ 22 milhões, em 2022 o montante chegou a mais que o dobro, com valor aproximado de R\$ 48 milhões.

É preciso ressaltar que ao longo dos anos a quantia total das multas aplicadas apresenta grande variabilidade. Como mencionado, o valor de 2022 é maior que o de 2021, mas sensivelmente menor que o observado nos anos anteriores: em 2019 chegou a R\$1,04 bilhão e em 2020 a soma total atingiu R\$ 880 milhões. Quanto ao montante das multas, o destaque são as condenações em ilícitos de mercado, quase metade do valor total apurado no ano (cerca de R\$ 20 milhões em 2022).

Individualmente considerada, a multa mais elevada foi definida em processo sobre ilícitos de mercado (manipulação), no valor de R\$ 2,9 milhões. Neste caso o critério para definir este montante foi 1,5x o valor da vantagem econômica obtida. Também chama atenção a multa de R\$ 2,3 milhões, aplicada em caso de conflito de interesses em assembleia.

As diferentes possibilidades da determinação do valor ajudam a explicar as grandes variações observadas ao longo dos anos. Ainda que o art. 11, §1º, I da Lei n.º 6.385/1976 fixe um máximo de R\$ 50 milhões, as demais possibilidades (e.g., uso de valor da emissão ou operação, vantagem econômica ou prejuízo causado) podem trazer quantias muito altas, a depender do valor da base de cálculo.

Tabela 02 - Valores mínimos, médios e máximos de multas aplicadas e temas nos PAS/CVM - 2022

	Multas					
	Mínimo	Mélio	Máximo	Total		
Administração de Carteiras	R\$ 50.000,00	R\$ 177.354,65	R\$ 500.000,00	R\$ 7.626.250,00		
Auditoria independente	R\$ 25.000,00	R\$ 49.000,00	R\$ 127.500,00	R\$ 490.000,00		
Demonstrações financeiras	R\$ 55.000,00	R\$ 134.444,44	R\$ 310.000,00	R\$ 1.210.000,00		
Falhas na prestação de serviços	R\$ 50.000,00	R\$ 125.000,00	R\$ 150.000,00	R\$ 500.000,00		
Ilícitos de mercado	R\$ 44.115,27	R\$ 443.031,16	R\$ 2.943.283,24	R\$ 20.379.433,36		
Insider trading	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -		
Intermediação	R\$ 100.000,00	R\$ 260.148,17	R\$ 532.667,04	R\$ 4.682.667,04		
Ofertas públicas	R\$ 85.000,00	R\$ 245.833,33	R\$ 930.000,00	R\$ 3.687.500,00		
Problemas informacionais	R\$ 55.000,00	R\$ 172.727,27	R\$ 224.000,00	R\$ 1.900.000,00		
Questões societárias	R\$ 49.000,00	R\$ 468.058,82	R\$ 2.300.000,00	R\$ 7.957.000,00		
Total	R\$ 513.115,27	R\$ 2.075.597,85	R\$ 8.017.450,28	R\$ 48.432.850,40		

Processos Julgados

DOSIMETRIA

A DOSIMETRIA DA PENA E OS NOVOS PATAMARES DE MULTAS

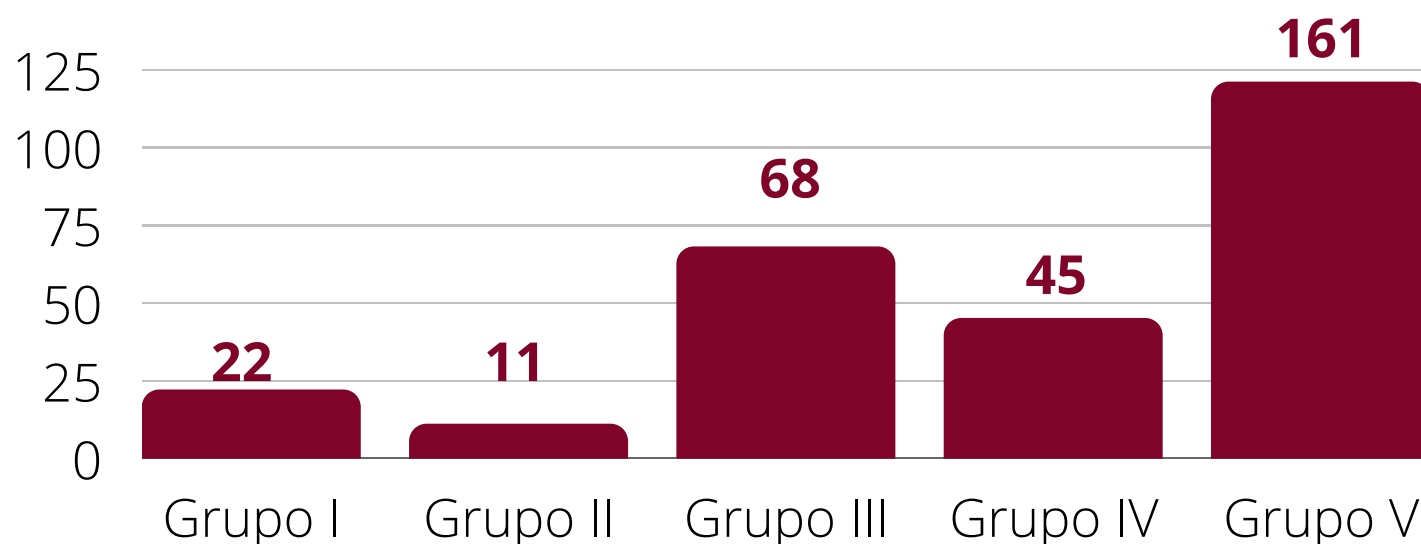
Após a edição da Lei n.º 13.506/2017 e da Instrução CVM n.º 607/2019 (atualmente, Resolução CVM n.º 45/2021), o valor da pena pecuniária máxima foi elevado de R\$ 500 mil para R\$ 50 milhões. Também foi adicionada a possibilidade de cálculo da multa com base no prejuízo causado com o ilícito. Além disso, 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 2022, nos quais, na grande maioria, a CVM analisou condutas praticadas antes da Lei n.º 13.506/2017. Ao distribuir as 307 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 IV (R\$ 600 mil).

Gráfico 05 - Grupos da Resolução 45/2021 e acusações nos PAS/CVM - 2022



Processos Julgados

APLICAÇÃO DA NOVA DOSIMETRIA

A NOVA DOSIMETRIA NO CASO PRÁTICO

Assim como 2020 e 2021, em 2022 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 30 casos (envolvendo ao menos 210 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 mais facilmente verificáveis, como "antecedentes", "prática reiterada", "gravidade", "características do caso concreto", "regularização da infração", entre outras.

Tabela 03 - Justificativas para condenação em PAS - 2022

Justificativa	Atenuante	Majorante	Total
Antecedentes	77	16	93
Prática reiterada	10	31	41
Gravidade	12	18	30
Características do caso concreto	23	6	29
Regularização da infração	5	15	20
Proporcionalidade/Razoabilidade	13	6	19
Duração da conduta	8	7	15
Reduzido número de acionistas	2	13	15
Situação econômica da empresa	15	0	15
Reicidência	13	1	14
Outras (=13)	18	6	44

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

RESULTADOS DA ANÁLISE DAS PROPOSTAS

TERMOS DE COMPROMISSO EM 2022

As 142 condutas apreciadas em TC analisadas em 2022 estiveram relacionadas a 66 processos administrativos sancionadores.

Elas partiram de 111 pessoas físicas e 31 pessoas jurídicas. Tal como ocorreu em de 2021, não foram registradas propostas de fundos de investimento.

Gráfico 08 - Propostas de termos de compromisso aceitas e rejeitadas pela CVM - 2022

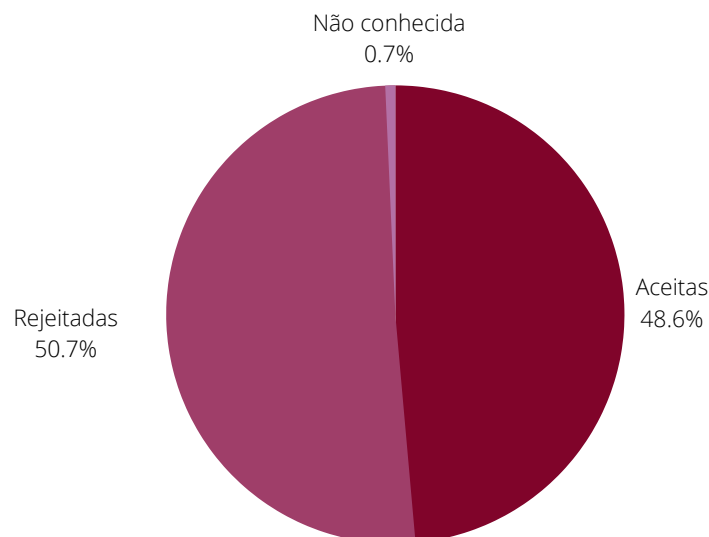
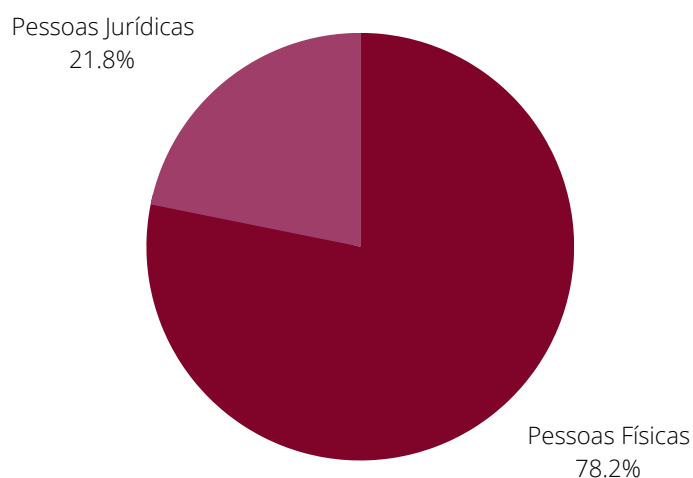


Gráfico 07 - Percentual de Pessoas Jurídicas e Pessoas Físicas como proponentes nos TC analisados pela CVM - 2022



ACEITAÇÕES, REJEIÇÕES E NÃO CONHECIMENTO

Das propostas apreciadas pelo Colegiado da CVM e relativas às 142 condutas integrantes da amostra, 72 foram rejeitadas, 69 aceitas e 1 não foi conhecida.

66

Processos administrativos sancionadores com apreciação de TC

48,6%

Das propostas de TC foram aceitas em 2021

21,8%

Propostas apresentadas por pessoas jurídicas

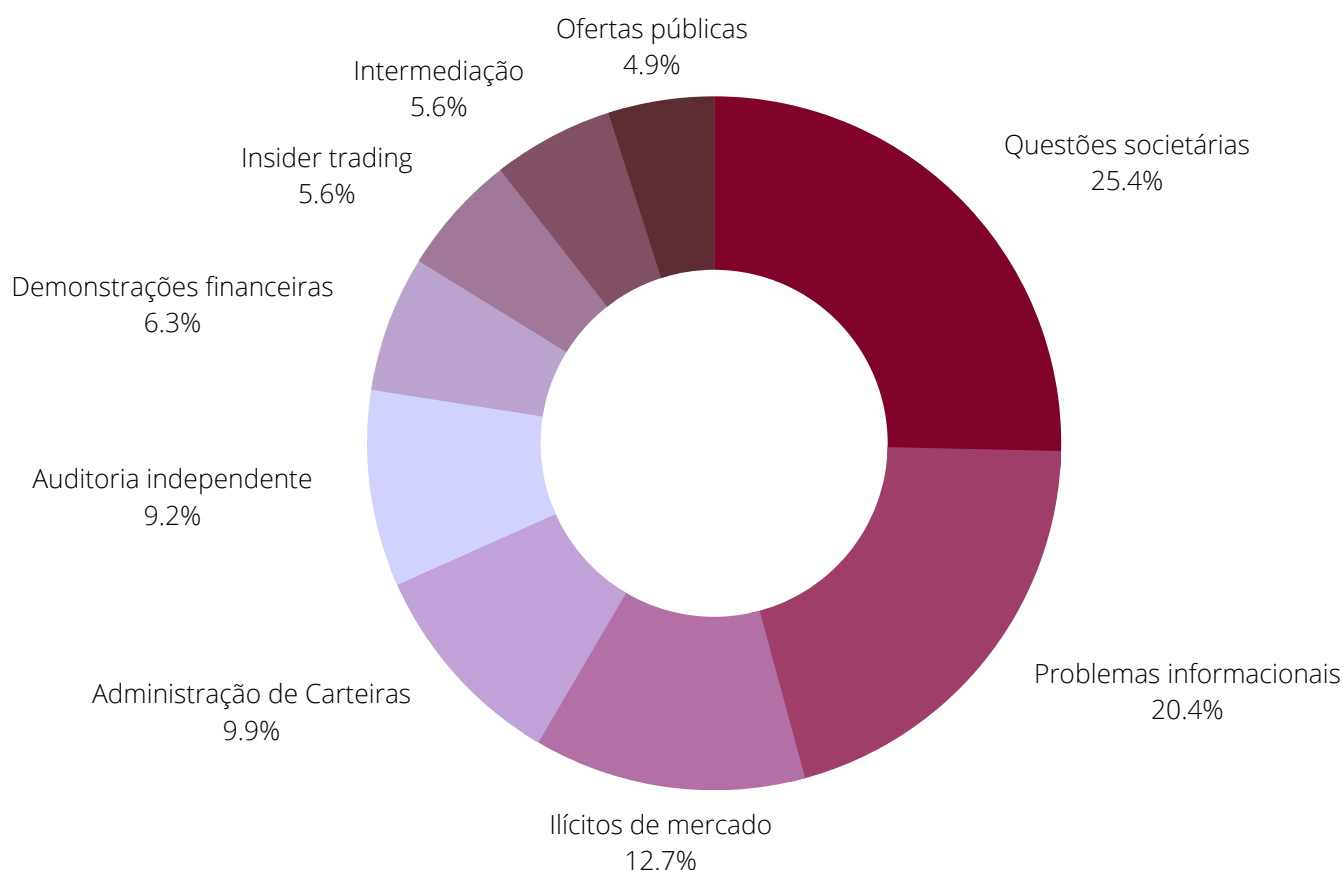
Termos de Compromisso

TEMAS

As 142 condutas apreciadas em TCs em 2022 versam sobre questões societárias (36), problemas informacionais (29), ilícitos de mercado (18), administração de carteiras (14), auditoria independente (13), demonstrações financeiras (9), *insider trading* (8), intermediação (8) e ofertas públicas (7).

Diferentemente do que se viu nos processos administrativos sancionadores, em que questões envolvendo administração de carteiras predominaram, para os termos de compromisso o tema com maior representatividade é de questões societárias (25,4%).

Gráfico 06 - Temas das propostas em TC/CVM - 2022



O TERMO DE COMPROMISSO NA LEI N.º. 6.385/1976

Nos termos do art. 11 da Lei n.º. 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

RADIOGRAFIA DOS ÚLTIMOS 3 ANOS

O histórico de resultados acumulados desde 2020, permite algumas constatações gerais sobre o uso de termos de compromisso. A tabela a seguir ilustra alguns dos grandes números colhidos pelo MFCap ao longo dos anos:

	2020	2021	2022
Qtde. processos	68	101	66
Qtde. propostas	178	282	142
% aceitas	56,2%	42,7%	48,6%
% rejeitadas	43,8%	57,3%	50,7%
Valor total (R\$ MI)	R\$ 43,3	R\$ 69,2	R\$ 40,2

Inicialmente é preciso se reconhecer que o número de processos analisados varia consideravelmente, o mesmo ocorrendo com o número total de propostas analisadas. A proporção de número de propostas por processo ficou relativamente estável, entre 2 e 3, ainda que esse número também varie conforme o número de investigados e condutas em cada caso (e.g., apuração da responsabilidade de membros de órgãos colegiados).

Observa-se uma certa estabilidade no percentual de aceitação e rejeição de propostas pelo Colegiado da CVM, sem resultados extremos ao longo dos períodos analisados. A aceitação esteve entre 42,7% e 56,2%, sendo que o último ano de 2022 apresenta ligeira recuperação em relação a 2021, quando as rejeições alcançaram 57,3%.

De qualquer forma, para todas as variáveis analisadas os resultados do ano de 2021 se destacam, seja em termos de número de propostas e processos analisados ou valor total obtido por meio dos termos de compromisso.

O RITO DE APRECIÇÃO DO TERMO DE COMPROMISSO NA CVM

A apreciação de termos de compromisso no âmbito da CVM é disciplinada pela Resolução CVM n.º 45/2021. Após a manifestação da Procuradoria Federal Especializada (PFE), a Superintendência Geral (SG) encaminha a proposta ao Comitê de Termo de Compromisso (CTC), que apresenta parecer sobre a oportunidade e a conveniência de sua celebração e a adequação da proposta formulada pelo acusado ou investigado. Nesta fase, existe a possibilidade de abertura de negociação com o proponente. A decisão final cabe ao Colegiado da CVM.

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 inconveniência e inoportunidade, a gravidade do caso e o óbice jurídico são as motivações mais frequentes.

Tabela 04 - Justificativas para aceitação ou rejeição de TC/CVM - 2022

Justificativa do Comitê	Aprovado	Rejeitado	Total
Suficiente p/ desestimular	37	11	48
Gravidade do caso	13	31	44
Conveniente/oportuno	57	57	114
Características do caso concreto	17	12	29
Óbice jurídico	0	29	29
Histórico do proponente	17	10	27
Finalidade preventiva do TC	19	2	21
Montante	4	12	16
Insignificante/desproporcional			
Outros (=21)	38	67	105

48

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

44

Casos decididos com base na gravidade e visibilidade do caso.

114

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

Termos de Compromisso

OBRIGAÇÕES DE PAGAR POR TEMAS

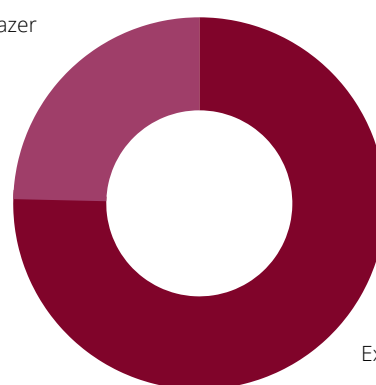
VALORES PAGOS À CVM COM A ACEITAÇÃO DE TC EM 2022

De acordo com a apuração realizada pelo MFCap, os valores das obrigações de pagar assumidas em termos de compromisso em 2022 somam aproximadamente R\$ 40 milhões.

Na amostra do MFCap, a maior proposta envolve conduta associada a questões societárias (celebração de contrato fraudulento entre administrador/controlador e a companhia). O valor da obrigação de pagar foi estabelecido em R\$ 10 milhões conjugada com a obrigação de quitar valor com a companhia.

Gráfico 09 - Obrigações contidas em TCs aceitos pela CVM em 2022

Pagar e Fazer/Não fazer
24.6%



Exclusiva de Pagar
75.4%

Tabela 05 - Valores Mínimos, Máximos e a Média em propostas de TC aceitas pela CVM - 2022

Conduta geral	Obrigação de Pagar			
	Mínimo	Média	Máximo	Total
Administração de Carteiras	R\$ 79.616,88	R\$ 275.529,22	R\$ 540.000,00	R\$ 1.102.116,88
Auditoria independente	R\$ 46.200,00	R\$ 269.340,48	R\$ 780.000,00	R\$ 1.885.383,36
Demonstrações financeiras	R\$ 103.076,75	R\$ 103.076,75	R\$ 103.076,75	R\$ 824.614,00
Ilícitos de mercado	R\$ 736.000,00	R\$ 1.751.928,76	R\$ 2.314.786,28	R\$ 5.255.786,28
Insider trading	R\$ 21.132,00	R\$ 220.082,49	R\$ 597.134,01	R\$ 1.760.659,89
Intermediação	R\$ 550.000,00	R\$ 933.333,33	R\$ 2.800.000,00	R\$ 5.600.000,00
Ofertas públicas	R\$ 300.000,00	R\$ 450.000,00	R\$ 600.000,00	R\$ 900.000,00
Problemas informacionais	R\$ 30.600,00	R\$ 338.037,73	R\$ 690.000,00	R\$ 7.436.830,00
Questões societárias	R\$ 85.000,00	R\$ 1.709.444,45	R\$ 10.000.000,00	R\$ 15.385.000,01
Total	R\$ 1.951.625,63	R\$ 6.050.773,20	R\$ 18.424.997,04	R\$ 40.150.390,42

75,4%

Das obrigações em TC aceitos incluíram exclusivamente obrigações pecuniárias

R\$ 40MI

Total de obrigações de pagar decorrentes de TC aceitos em 2022

17

Número de propostas aceitas que incluíram obrigações de fazer/não fazer

Termos de Compromisso

GRAVIDADE DAS CONDUITAS 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.

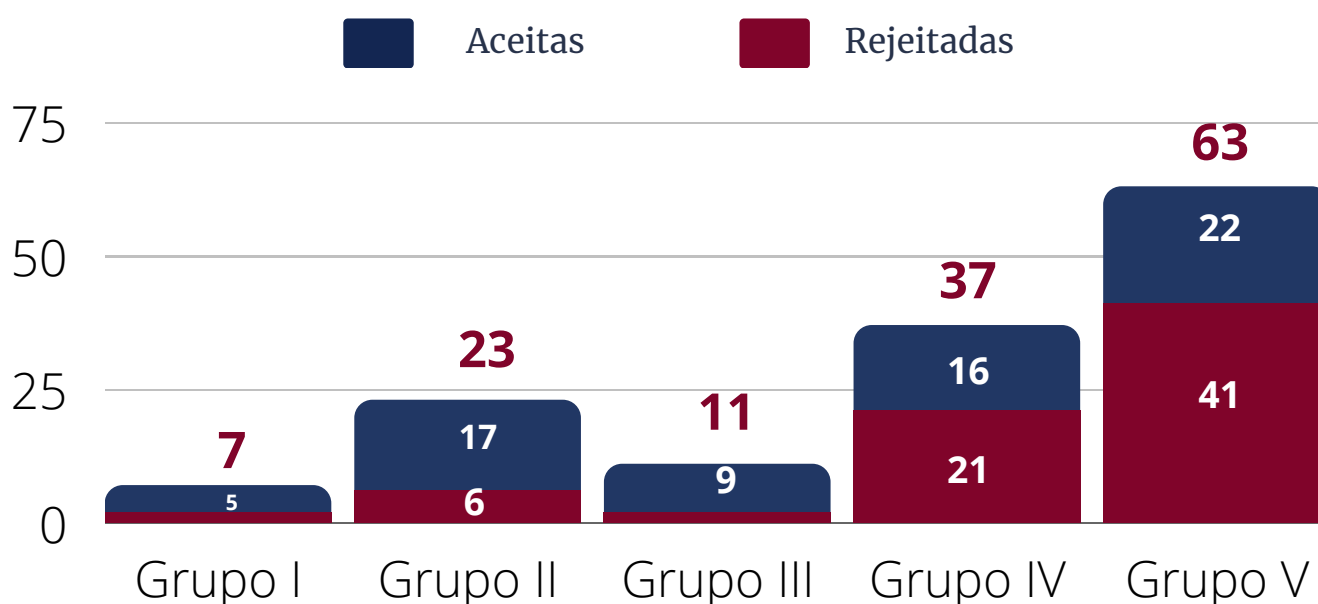
De forma a orientar a aplicação dessas novas referências, a Resolução CVM n.º 45/2021 (que substituiu a Instrução CVM n.º 607/2019) dividiu as condutas em cinco grupos, conforme a sua gravidade.

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 2022.

Ao distribuir as 142 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 IV, divergindo do que se observou nos processos julgados.

Com base nos resultados de 2022, pode se observar que nos casos de maior gravidade (Grupo V), a maioria das propostas são rejeitadas, enquanto, proporcionalmente, 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 proferidas pela CVM ao longo de 2022. As informações foram colhidas no *site* da autarquia, por meio da checagem das pautas, atas e resultados de julgamentos e decisões do Colegiado. As consultas foram encerradas em janeiro de 2023, de sorte que eventuais decisões tomadas em 2022 e não divulgadas até essa data não foram consideradas na amostra analisada pelo MFCap.

Para os processos administrativos sancionadores, para fins de inclusão no relatório a data considerada foi o dia da decisão, sendo incluídas aquelas concluídas até 31 de dezembro de 2022. Para termos de compromisso, a data considerada é o dia da decisão do Colegiado e não o dia da assinatura do termo.

Conforme divulgação oficial da CVM em seu Relatório de Atividade Sancionadora Anual 2022, foram julgados 50 processos em 2022, mesmo número considerado pelo MFCap. Mas há ligeira diferença no que diz respeito ao valor total das multas aplicadas: o MFCap apurou R\$ 48,4 milhões, enquanto a CVM divulgou R\$ 44,5 milhões. Eventuais ajustes serão efetuados em versões posteriores deste relatório.

Para os termos de compromisso, a CVM divulgou 43 aprovados em 2022, envolvendo 70 proponentes e R\$ 41,9 milhões. Nesse ponto os resultados não são diretamente comparáveis, pois os números do MFCap incluem as propostas rejeitadas.

De qualquer forma, nos que se refere às propostas de termos de compromisso aceitas, os números oficiais da CVM são muito próximos: pela amostra utilizada pelo MFCap, são 69 propostas aceitas, totalizando R\$ 40,2 milhões.

A unidade de análise adotada foram os atos ilícitos imputados aos acusados, chamados de "condutas" ao longo do relatório. Cada acusação foi individualmente classificada de acordo com um tema geral e a norma jurídica que embasa a acusação e o julgamento ou decisão de aceitação de termo de compromisso.

Assim, há um número maior de condutas do que de acusados. Além disso, os acusados podem ter sobre si acusações que remetem a temas diferentes. Ademais, os processos administrativos podem reunir uma pluralidade de acusados, com perfis diferentes. Por essas razões, o MFCap opta por não classificar os processos e as propostas de termos de compromissos em um único tema, o que 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: 10 de abril de 2023.



*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