

Números do CRSFN em casos da CVM

Enforcement no Mercado de
Capitais Brasileiro

2021

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). 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

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.

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

Graduada em Direito pela Fundação Getúlio 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

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

Graduando do 3º semestre em Direito pela Universidade de São Paulo (USP).

RAMON MOUSSA ABDULAZIZKANJ (KANJRAMON@GMAIL.COM)

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

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

Graduanda do 5º semestre em Direito pela 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). É pesquisador do Núcleo em Mercados Financeiros e de Capitais (MFCap) e no Laboratório de Dados e Pesquisa Empírica.

SUMÁRIO

| | |
|----|--|
| 04 | Apresentação |
| 05 | Recursos e Recorrentes em 2021 |
| 06 | Temas objeto de recursos ao CRSFN PRINCIPAIS CONSTATAÇÕES |
| 08 | O CRSFN reforma as decisões da CVM? RESULTADOS DOS JULGAMENTOS |
| 11 | Quais as reformas do CSRFN? COMO O CRSFN JULGA CASOS DA CVM COMO O CRSFN REFORMA CASOS DE MULTA |
| 14 | Notas Metodológicas |

Apresentação

CRSFN E SUA RELEVÂNCIA NA DINÂMICA SANCIONADORA

Para conhecer a efetividade da regulação do mercado de capitais no Brasil, além de conhecer a atividade sancionadora da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), é importante entender a atuação do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (CRSFN), com competência de revisar as decisões da CVM nos processos administrativos sancionadores (PAS).

O CRSFN, como órgão paritário com função de última instância administrativa decisória, merece estudo e pesquisas mais aprofundadas para a melhor compreensão da sua participação da dinâmica do sistema de *enforcement* no mercado de capitais brasileiro.

Por isso, complementando o relatório "Além dos números da CVM: Enforcement no Mercado de Capitais Brasileiro - 2021", o Núcleo de Estudos em Mercados Financeiros e de Capitais (MFCap) da FGV Direito SP, pelo segundo ano seguido, apresenta os dados do CRSFN em 2021, em casos originários da CVM.

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 do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, da Comissão de Valores Mobiliários, da Fundação Getulio Vargas e de outras instituições com as quais os pesquisadores tenham vínculos atuais ou passados.

Recursos ao CRSFN em 2021

O ENFORCEMENT NO CRSFN EM 2021

Observando o número de julgamentos do CRSFN em 2021 de recursos originários da CVM, nota-se uma pequena queda relativamente ao ano de 2020. Em 2021, foram julgados 42 recursos advindos de casos decididos pela CVM que envolviam 102 recorrentes e questionavam 162 condenações aplicadas pela primeira instância, das quais 140 condenavam pessoas físicas e 22 pessoas jurídicas. Já em 2020 foram julgados 52 Recursos, envolvendo a 220 interessados.

A diferença entre o número de condenações e recorrentes se dá em razão de alguns recorrentes terem sofrido – e apresentado recurso – em face de mais de uma conduta objeto de punição.

O recurso de ofício, extinto pelo Decreto n.º 8.652/2016 e pela Portaria n.º 68/2016, não foi localizado dentre os julgados do CRSFN em 2021, ao contrário do ano de 2020 no qual ainda havia três recursos de ofício. Todos os recursos analisados, portanto, foram interpostos pelos condenados de forma voluntária com o objetivo de reverter decisão desfavorável proferida pela CVM.

42

recursos advindos de processos da CVM

102

recorrentes

162

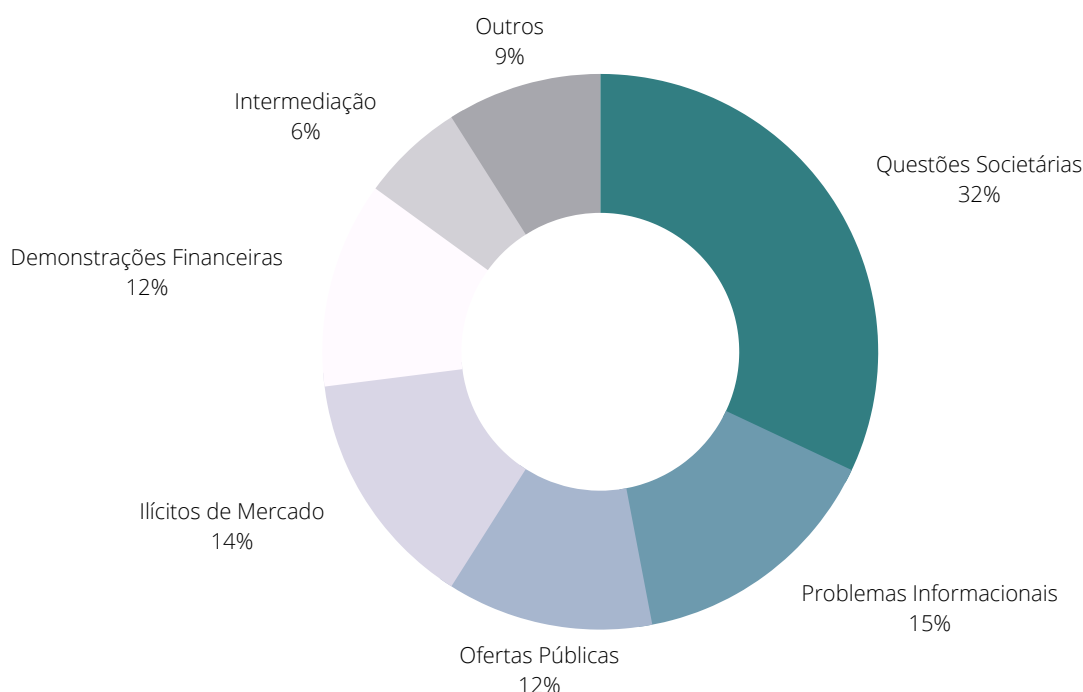
condenações da CVM objeto de recurso ao CRSFN

Temas objeto de recursos ao CRSFN

O ENFORCEMENT NO CRSFN EM 2021

A análise realizada pelo MFCap dos temas dos julgamentos aponta que a maior parte das condutas objeto dos recursos trata de questões societárias (32%), seguido por problemas informacionais (15%), ilícitos de mercado (14%), ofertas públicas (12%) e demonstrações financeiras (12%). Essa composição é semelhante aos 56 PAS julgados pela CVM ao longo do mesmo ano, cujos principais temas foram questões societárias (45,2%), problemas informacionais (12,9%) demonstrações financeiras (9,5%), intermediação (8,5%) e insider trading (5,1%).

Gráfico 01 - Temas das condenações julgadas pelo CRSFN originárias da CVM em 2021



(* para confecção do gráfico, insider trading (4%), falha na prestação de serviços (2%), administração de carteiras (2%) e auditoria independente (1%) foram agregados em "Outros".

Temas objeto de recursos ao CRSFN

PRINCIPAIS CONSTATAÇÕES

A pesquisa revela que a maioria dos recorrentes acessaram a segunda instância administrativa para a nova apreciação de condutas sobre questões societárias, problemas informacionais e ofertas públicas.

Para as questões societárias, a exemplo do que se observa na primeira instância, não é incomum que em um mesmo processo apareça grande número de recorrentes, especialmente em casos sobre a responsabilidade de administradores, os quais envolvem decisões de órgãos decisórios colegiados, como os conselhos de administração ou os conselhos fiscais.

Neste sentido, no ano de 2021, verificou-se 93 condenações de administradores levadas aos CRSFN, o que significa 57% do total observado.

A similaridade em alguns dos principais temas tratados tanto pela CVM quanto pelo CRSFN pode ser explicada pela preponderância de determinados temas na atividade sancionadora da CVM. Inobstante, o também observado descompasso em algumas temáticas possivelmente se justifica pelo tempo de tramitação do recurso e pelo prazo de análise no CRSFN.

162

condenações da CVM discutidas no CRSFN em 2021

93

condenações dizem respeito a condutas de administradores de companhias abertas

57%

representa as condutas de administradores de companhias abertas no total de condenações levadas ao CRSFN

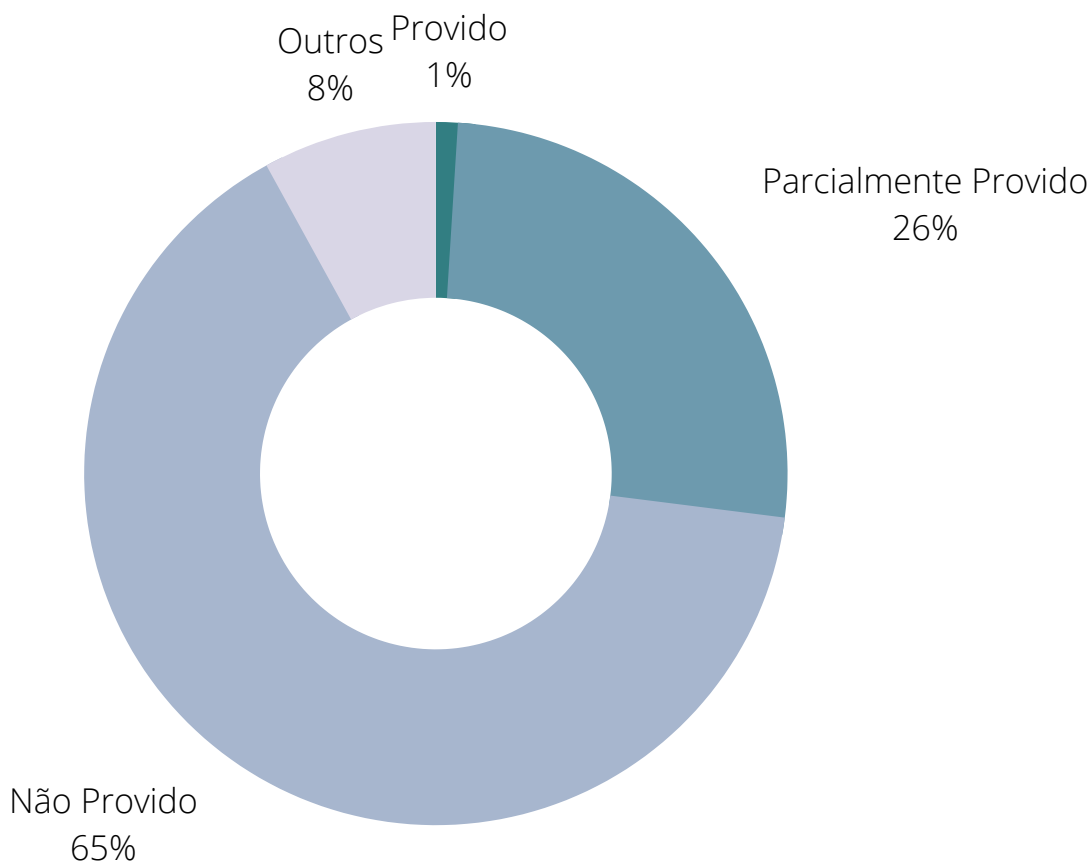
O CRSFN reforma as decisões da CVM?

RESULTADOS DOS JULGAMENTOS (1/3)

A partir do levantamento do MFCap relativo aos dados de 2021, verifica-se a manutenção da tendência observada em 2020, pela qual se vê o CRSFN como órgão que não reforma facilmente as decisões de primeira instância, pelo menos no que diz respeito a casos oriundos da CVM. Em menos de 1% dos casos houve reforma total e em cerca de 26% dos casos analisados foi dado provimento parcial

Constata-se que em aproximadamente 69% das decisões do órgão de segunda instância administrativa não houve reforma da decisão da CVM. Das 162 condutas objeto de condenação pela CVM e atacadas em recurso para o CRSFN, 106 foram mantidas (65%) e sete (4%) sequer foram conhecidas.

Gráfico 03 - Resultados dos julgamentos do CRSFN em 2021 em condenações originárias da CVM



(*) para confecção do gráfico, as decisões de reconhecimento da prescrição (1%), extinção da punibilidade por julgamento prévio da conduta em outro PAS (1%), extinção da punibilidade por falecimento (2%) e não conhecimento do recurso (4%) foram agregados em "Outros".

O CRSFN reforma as decisões da CVM?

RESULTADOS DOS JULGAMENTOS (2/3)

Houve julgamento pela reforma em 49 condutas entendidas como ilícitas pela CVM, discutidas em 19 recursos. As condenações da CVM reformadas pelo CRSFN foram julgadas com provimento integral (1), parcial provimento ao recurso (43), extinção da punibilidade por falecimento do recorrente (3), extinção por considerar que a conduta foi julgada em outro recurso (1) e reconhecimento por prescrição (1).

Ao olharmos os resultados dos julgamentos do CRSFN considerando os temas das condutas objeto dos recursos, encontramos os números expostos na Tabela 1 abaixo:

Tabela 1 - Resultado dos julgamentos dos CRSFN por condenação de casos originários da CVM - 2021

| | Não Provido | Provido | Provido Parcialmente | Não conhecido | Prescrição | Extinção da Punibilidade |
|---------------------------------|-------------|---------|----------------------|---------------|------------|--------------------------|
| Administração de Carteiras | 3 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 |
| Auditoria independente | 2 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Demonstrações Financeiras | 16 | 0 | 4 | 0 | 0 | 0 |
| Falhas na prestação de serviços | 1 | 0 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| Ilícitos de Mercado | 18 | 0 | 3 | 0 | 1 | 0 |
| Insider Trading | 5 | 0 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| Intermediação | 5 | 0 | 4 | 0 | 0 | 0 |
| Ofertas Públicas | 8 | 0 | 11 | 0 | 0 | 0 |
| Problemas informacionais | 15 | 0 | 5 | 3 | 0 | 1 |
| Questões Societárias | 33 | 1 | 12 | 3 | 0 | 3 |

49

condenações da CVM reformadas pelo CRSFN em 2021

1

único caso de integral provimento ao recurso, resultando em absolvição do recorrente

30%

de alterações pelo CRSFN de condenação pela CVM em 2021

O CRSFN reforma as decisões da CVM?

RESULTADOS DOS JULGAMENTOS (3/3)

RESULTADOS DOS JULGAMENTOS E RELAÇÃO COM O TEMA DAS CONDUTAS OBJETO DA CONDENAÇÃO

A partir dos dados de 2021, pode-se notar que o número de reformas varia conforme a natureza da irregularidade objeto de condenação pela CVM.

Na reanálise de 22 condutas caracterizadas como ilícitos de mercado (ICVM 08/78, atual Resolução CVM 62/22), houve apenas um reconhecimento de prescrição e parcial provimento a um recurso, que reduziu o valor da multa para três condutas ilícitas.

Por outro lado, em casos tratando de ofertas públicas, cerca de 58% dos pedidos de reforma foram parcialmente providos. As 19 condenações a respeito do tema levadas ao CRSFN diziam respeito a cinco diferentes recursos, todos de oferta sem registro de contrato de investimento coletivo em condomínio.

Em três dos cinco recursos, houve modificação da pena de multa para advertência e em um deles houve apenas a redução do valor da multa. Nesses casos, a decisão foi tomada por maioria, com divergência por parte do conselheiro indicado pela CVM. Em um caso, não houve reforma da condenação dada pela CVM, uma vez que a pena já era de advertência.

Os dados de 2021 parecem sugerir que há relação entre reformas e os temas objeto de recurso. Entretanto, se observarmos os casos julgados em 2020, esta hipótese não se confirma, pois, a título exemplificativo, em relação a ilícitos de mercado mais de metade dos pedidos foram parcialmente providos, ao contrário do que foi visto em 2021. Já no que diz respeito a temas afeitos a direito societário, o índice de reforma foi igual, sendo 26% dos pedidos parcialmente providos em 2020 e outros 26% parcial ou integralmente providos em 2021.

5

recursos tratando do tema de ofertas públicas levados ao CRSFN, todas tratando de condomínio

3

recursos sobre oferta pública de condomínio foram parcialmente providos com conversão das penas de multa em advertência

58%

foi o índice de reforma das condenações dadas pela CVM pelo CRSFN em 2021 no tema de ofertas públicas

Quais as reformas do CRSFN?

COMO O CRSFN JULGA CASOS DA CVM

QUAIS PENALIDADES SÃO MAIS REFORMADAS PELO CRSFN?

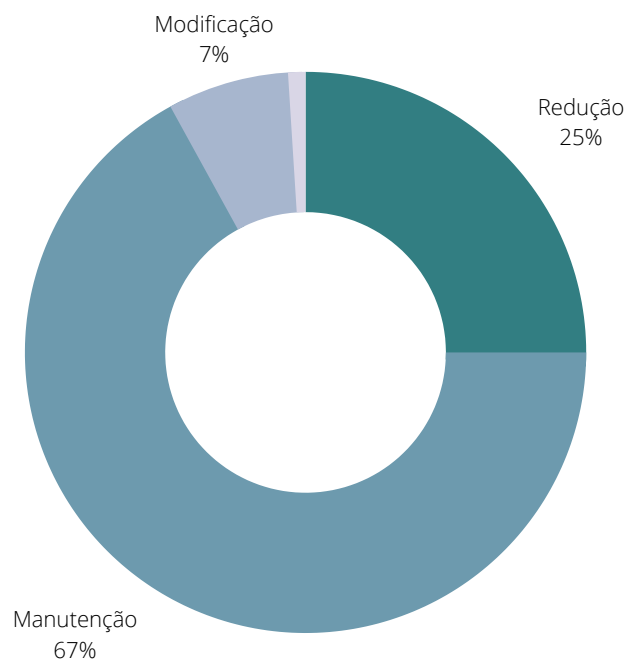
As reformas ocorreram todas em decisões da CVM que estabeleceram pena pecuniária, no sentido de reduzir o valor da multa aplicada, convertê-la em pena de advertência ou até mesmo para absolver o acusado.

Com relação ao tipo de penalidades aplicadas pela CVM objeto dos recursos para CRSFN, verifica-se a prevalência absoluta das multas (140), seguidas pela advertência (7), inabilitação (6), suspensão (5) e proibição (3).

No que toca às penas de advertência, as sete oportunidades em que foi requerida a reforma dizem respeito a quatro diferentes recursos, sendo todas as penalidades mantidas pelo CRSFN. As condutas penalizadas com advertência pela CVM objeto de recurso diziam respeito à oferta pública de condo-hotel (3), questões societárias (3) e problemas informacionais (1). Também no que diz respeito às penas de inabilitação, suspensão e proibição, em todos os casos as penalidades foram mantidas.

Com relação às multas, que representam maioria absoluta dos pedidos de reforma ao CRSFN, destaca-se que em 67% dos casos a pena pecuniária foi mantida, enquanto em 25% houve redução. Em 7% dos pedidos houve modificação da pena de multa para advertência e em apenas 1% (2 condutas) a pena pecuniária foi convertida em absolvição.

Gráfico 3 - Resultado dos julgamentos no CRSFN em 2021 em condenações à penalidade de multa pela CVM



140

condenações da CVM à pena de multa discutidas no CRSFN em 2021

67%

das condenações à pena de multa pela CVM foram mantidas pelo CRSFN em 2021

25%

das condenações à pena de multa pela CVM tiveram o valor reduzido pela CRSFN em 2021

Quais as reformas do CRSFN?

COMO O CRSFN REFFORMA CASOS DE MULTA (1/2)

EM 2021 FOI REDUZIDO EM 66% O VALOR DAS CONDENAÇÕES EM MULTA

Em decorrência das condenações em que houve redução das multas aplicadas pela CVM, modificação da pena de multa em advertência ou absolvição do condenado, houve diminuição no montante total resultante das condenações pecuniárias impostas pela CVM.

O montante das obrigações de pagar pena pecuniária foi reduzido de pouco mais de R\$ 248,2 milhões para R\$ 85,4 milhões, o que representa uma diminuição de cerca de 66% no montante total. Ainda que significativa, o valor ainda é bastante diferente do encontrado em 2020, em que foi observada uma redução de cerca de 93% no valor total das penas pecuniárias, nos casos em que houve reforma.

RADIOGRAFIA DE REFORMA DE CONDENAÇÃO À PENA DE MULTA

O caso mais relevante de redução de multa implicou numa redução de 90% no valor, reduzindo-a de R\$ 100 mil para R\$ 9,73 mil. Tratava-se de caso sobre uso indevido de informação privilegiada tendo a CVM decidido, por maioria, pela aplicação da multa de R\$ 100 mil “*considerando, de um lado, a gravidade da infração, e, de outro, a primariedade dos Acusados, e com fundamento no artigo 11, inciso II, c/c o §1º da Lei nº 6.385/76*”.

A redução da multa também teve fundamento no inciso II do §1º do art. 11 da Lei nº 6.385/76, que diz que a multa não pode exceder 50% do valor da operação irregular. No caso, como a operação irregular teria sido no valor de R\$ 19,46 mil, a multa foi reduzida ao montante referido de R\$ 9,73 mil. (Processo SEI nº 10372.100002/2019-41 / PAS CVM nº RJ2015/13651).

248MM

era o valor inicial das condenações à pena de multa nas condutas em que houve reforma da decisão da CVM pelo CRSFN em 2021

85,4MM

foi o valor final das condenações à pena de multa nas condutas em que houve reforma da decisão da CVM pelo CRSFN em 2021

Quais as reformas do CRSFN?

COMO O CRSFN REFORMA CASOS DE MULTA (2/2)

RADIOGRAFIA DOS VALORES REDUZIDOS NAS PENAS DE MULTA IMPOSTAS PELA CVM E REDUZIDAS PELO CRSFN EM 2021

Tabela 2 - Relação das condutas em que houve redução da pena de multa e o tema tratado no CRSFN em casos originários da CVM em 2021

| # | Conduta geral | Penalidade pecuniária Inicial | Penalidade pecuniária Final |
|----|---------------------------------|-------------------------------|-----------------------------|
| 1 | Questões societárias | R\$ 130.184.495,83 | R\$ 16.221.843,92 |
| 2 | Ilícitos de mercado | R\$ 59.989.233,50 | R\$ 35.993.540,10 |
| 3 | Ilícitos de mercado | R\$ 41.201.062,35 | R\$ 24.720.637,41 |
| 4 | Ilícitos de mercado | R\$ 9.838.388,66 | R\$ 5.903.033,19 |
| 5 | Questões societárias | R\$ 500.000,00 | R\$ 200.000,00 |
| 6 | Falhas na prestação de serviços | R\$ 450.000,00 | R\$ 400.000,00 |
| 7 | Falhas na prestação de serviços | R\$ 450.000,00 | R\$ 400.000,00 |
| 8 | Problemas informacionais | R\$ 400.000,00 | R\$ 100.000,00 |
| 9 | Questões societárias | R\$ 300.000,00 | R\$ 100.000,00 |
| 10 | Questões societárias | R\$ 300.000,00 | R\$ 100.000,00 |
| 11 | Questões societárias | R\$ 300.000,00 | R\$ 100.000,00 |
| 12 | Questões societárias | R\$ 300.000,00 | R\$ 100.000,00 |
| 13 | Demonstrações financeiras | R\$ 200.000,00 | R\$ 40.000,00 |
| 14 | Problemas informacionais | R\$ 200.000,00 | R\$ 100.000,00 |
| 15 | Questões societárias | R\$ 200.000,00 | R\$ 100.000,00 |
| 16 | Questões societárias | R\$ 200.000,00 | R\$ 100.000,00 |
| 17 | Intermediação | R\$ 175.000,00 | R\$ 87.500,00 |
| 18 | Intermediação | R\$ 175.000,00 | R\$ 87.500,00 |
| 19 | Ofertas públicas | R\$ 163.200,00 | R\$ 81.600,00 |
| 20 | Intermediação | R\$ 150.000,00 | R\$ 75.000,00 |
| 21 | Intermediação | R\$ 150.000,00 | R\$ 75.000,00 |
| 22 | Insider trading | R\$ 100.000,00 | R\$ 9.730,00 |
| 23 | Insider trading | R\$ 100.000,00 | R\$ 23.779,50 |
| 24 | Questões societárias | R\$ 100.000,00 | R\$ 50.000,00 |
| 25 | Problemas informacionais | R\$ 90.000,00 | R\$ 54.000,00 |
| 26 | Ofertas públicas | R\$ 81.600,00 | R\$ 40.800,00 |
| 27 | Questões societárias | R\$ 75.000,00 | R\$ 50.000,00 |
| 28 | Questões societárias | R\$ 75.000,00 | R\$ 50.000,00 |
| 29 | Problemas informacionais | R\$ 70.000,00 | R\$ 16.000,00 |
| 30 | Demonstrações financeiras | R\$ 50.000,00 | R\$ 10.000,00 |
| 31 | Demonstrações financeiras | R\$ 50.000,00 | R\$ 10.000,00 |
| 32 | Questões societárias | R\$ 50.000,00 | R\$ 30.000,00 |
| 33 | Demonstrações financeiras | R\$ 30.000,00 | R\$ 10.000,00 |
| 34 | Problemas informacionais | R\$ 30.000,00 | R\$ 8.000,00 |

Notas Metodológicas

A pesquisa se limitou aos casos do CRSFN oriundos da CVM. As informações foram coletadas das atas e dos acórdãos dos julgamentos do CRSFN, que ocorrem mensalmente, disponíveis em no sítio eletrônico do Ministério da Economia. Importante mencionar, contudo, que nem sempre o acórdão do julgado estava disponibilizado ao público, oportunidades em que a ata do julgamento foi utilizada como base dos dados. O levantamento ocorreu de janeiro a abril de 2022.

Para organizar as informações dos julgamentos do CRSFN, consideramos cada processo julgado como um caso, desconsiderando os julgamentos de embargos de declaração ou os retirados de pauta. Dentro dos casos, consideramos cada condenação objeto de recurso individualmente, razão pela qual trabalhou-se com o universo de 42 casos ou recursos e 162 condenações.

Por fim, recorrentes podem questionar uma ou mais condenações atribuídas a eles, uma vez que, em um mesmo processo, pode haver mais de uma imputação (e correspondente pena) para uma mesma pessoa, razão pela qual trabalhamos com o número de 102 recorrentes dentro das 162 condenações.

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 e de Marcos Galileu Lorena Dutra.

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

Versão deste relatório: 23 de maio 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