

ALÉM DOS NÚMEROS DA CVM:

Enforcement no mercado de capitais brasileiro

1º Semestre 2019

Viviane Muller Prado
Victor Hugo Cunha Silva
Ezequiel Fajreldines dos Santos

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 esta avaliação. Por isso, é louvável a publicação periódica pela Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”), desde 2017, de relatórios trimestrais e anuais com dados sobre a sua atividade sancionadora, trazendo dados sobre instauração e julgamento de processos administrativos sancionadores e sobre decisões sobre celebração de termos de compromissos, entre outras informações.

O Núcleo de Mercados e Investimentos da 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 recente edição da Instrução CVM 607/2019. Com a reforma legislativa, 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 a multa estar referenciada no dano causado com o 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.

Neste primeiro acompanhamento, tendo como ponto de partida o Relatório da Atividade Sancionadora da CVM no primeiro semestre de 2019, levantamos informações do regulador em 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.

Abaixo seguem os dados organizados sobre o primeiro semestre de 2019.

1. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS.

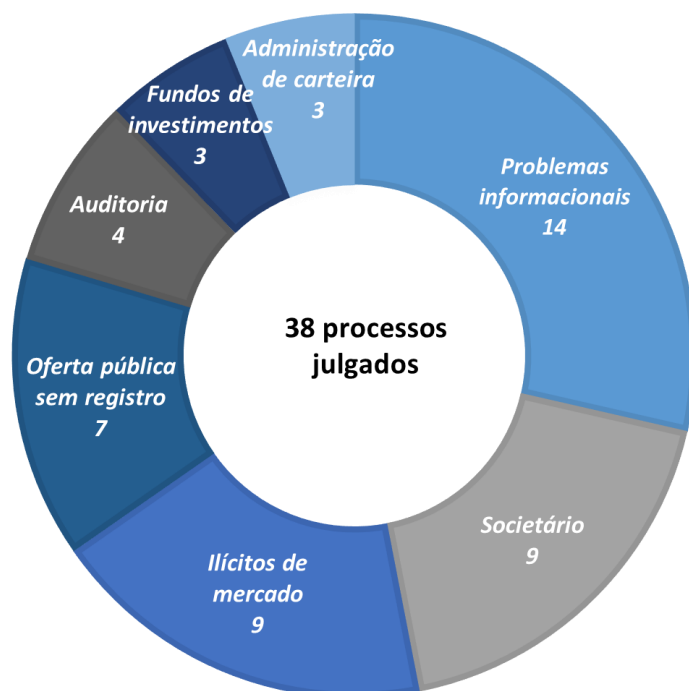
A atividade sancionadora da CVM aparece com a utilização de dois instrumentos: julgamento em processos administrativos sancionadores e decisão de celebração de termos de compromisso, todas as decisões provenientes do seu colegiado. Em breve, possivelmente, aparecerão acordos administrativos em processo de supervisão, mecanismo criado pela Lei n. 13.506/2017.

1.1. Processo Administrativo Sancionador - PAS¹

No primeiro semestre de 2019, a CVM julgou 38 processos administrativos sancionadores² envolvendo 144 acusados, sendo 103 pessoas físicas, 40 pessoas jurídicas e um fundo de investimento³.

Os 38 processos versam sobre ofertas sem registro, questões societárias, problemas informacionais, auditoria, ilícitos do mercado secundário e administração de carteira, na proporção do Gráfico 01 ao lado.

Gráfico 01. Temas dos julgamentos de PAS da CVM. 1º. semestre/2019⁴



Fonte: Dados CVM, elaboração própria.

Constata-se que problemas informacionais dos emissores, ilícitos do mercado secundário e questões societárias ocuparam mais da metade da atividade sancionadora da CVM (Gráfico 01).

Nos 38 processos julgados, foram realizadas 167 acusações de infração aos 144 acusados.

Abrindo a informação para descobrir as condutas ilícitas das acusações objeto de julgamentos, temos os números da Tabela 01 abaixo.

Tabela 01. Temas e condutas das acusações nos PAS da CVM. 1º. Semestre/2019

Temas	Condutas	Acusações
Problemas informacionais	Falhas em escrituração contábil, livros sociais e DFs	27
	Problemas na divulgação de fato relevante	5
	Não indicação de representante legal	1
Societário	Violação do dever pelos administradores	26
	Abuso do poder de controle e atuação em conflito de interesses por acionistas	5
	Distribuição de dividendos	4
Ilícitos de mercado secundário ^v	Operação fraudulenta	26
	Manipulação de preços	10
	Uso de informação privilegiada (<i>insider trading</i>)	3
	Criação de condições artificiais	2
Oferta pública sem registro	Oferta pública de condo-hotel sem registro na CVM	23
	Oferta pública de CIC de garagens sem registro na CVM	2
Auditoria	Inadimplemento de regras do CFC	6
Fundos de investimento	Desenquadramento de carteira	6
	Violação do dever de lealdade de administradores de fundo	13
Administração de carteira	Violação de deveres de agentes autônomos	8
Total		167

Fonte: Dados CVM, elaboração própria.

O maior número de acusados aparece em condutas envolvendo ilícitos do mercado secundário, seguido de acusações de violação aos deveres dos administradores.

Em questões societárias, os administradores aparecem como alvo da atividade sancionadora em especial para análise de infrações do dever de diligência, dever de lealdade e atuação com conflito de interesses. Das 22 acusações de infração ao dever de diligência, 19 foram imputadas a membros do conselho de administração por infração ao art. 142, III,

da Lei n. 6404/1976, que estabelece, em suma, o dever de fiscalização dos atos da diretoria.

Para ilícitos do mercado secundário, verifica-se uma intensa concentração de condutas relacionadas a operações fraudulentas, que representam cerca de 70% de todas as acusações de violação da ICVM 08/1979.

Em problemas informacionais, a conduta com maior número de acusações é a de irregularidades na elaboração das demonstrações financeiras.

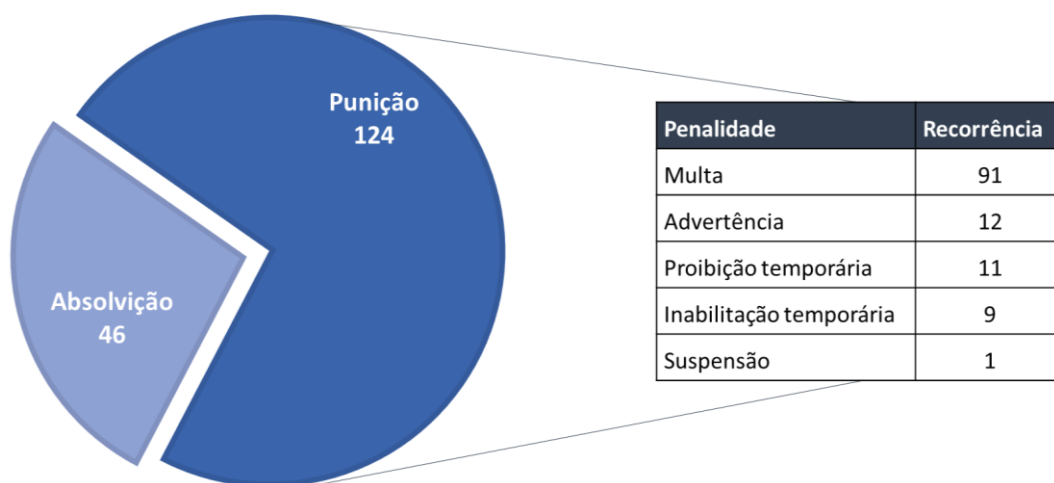
Das 167 acusações imputadas aos 144 acusados, houve 124 punições e 46 absolvições (Gráfico 02, abaixo). Além disso, destaca-se que cinco pessoas, acusadas de sete condutas diferentes, faleceram ao longo dos processos, de modo que se declarou, nessas situações, a extinção da punibilidade por falecimento. Em outro processo, foi declarada a ilegitimidade passiva de um acusado⁶.

O artigo 11 da Lei n. 6.385/1976 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 aberto 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 das práticas de determinadas atividades ou operações ou para a atuação em operações no mercado de capitais.

Destas alternativas previstas em lei, a pena de multa é certamente a mais usada pela CVM, correspondendo a cerca de 77% das penalidades aplicadas (Gráfico 02). Pelo Relatório da Atividade Sancionadora a CVM, as multas aplicadas atingiram um montante de R\$ 770,6 milhões no primeiro semestre de 2019.

Gráfico 02. Percentual de punições e absolvições e tipo de penalidades dos PAS da CVM. 1º. Semestre/2019



Fonte: Dados CVM, elaboração própria.

Das acusações⁷ envolvendo problemas informacionais, houve 11 absolvições e 20 condenações, sendo 19 com pena de multa e uma advertência. Os valores das penalidades pecuniárias variaram de R\$ 30.000,00 a R\$ 360.000,00. Em um processo isolado, o julgamento tratou da não divulgação de fato relevante e da inadequação de informações em

fato relevante, envolvendo problema com o representante legal de emissor de BDR⁸. Foram indiciados tanto a companhia emissora dos BDRs quanto o seu representante legal. A companhia foi absolvida da acusação de divulgação inadequada das informações em fato relevante, mas condenada pela não indicação de representante legal. No mesmo processo, houve

a decisão sobre ilegitimidade passiva do representante legal acusado, na medida em que renunciou ao cargo antes da data da conduta analisada.

Os julgamentos de questões societárias envolveram 35 acusações. Houve seis absolvições, 28 condenações e uma extinção da punibilidade por falecimento. As multas variaram de R\$ 75.000,00 a R\$21.983.636,24, sendo que esta última multa foi aplicada em processo que julgou abuso do poder de controle por celebração de contratos de mútuo com empresa controlada em condições não equitativas, de modo que o montante da penalidade pecuniária foi calculado com o dobro da vantagem econômica obtida.

Chama a atenção o julgamento sobre responsabilidade do controlador de sociedade de economia mista por abuso do poder de controle⁹. Tendo havido a punição no valor de R\$ 500.000,00. Na dosimetria se falou em capacidade financeira do agente, gravidade em abstrato do delito e prática reiterada da conduta.

Os processos relacionados com as infrações à ICVM 08/1979 e ao uso de informação privilegiada (*insider trading*) envolveram 40 acusados. Os acusados foram punidos em 78% das acusações. Neste tema, há a maior concentração de penas restritivas de direito. Das 31 punições, 17 foram multas e 14 penas restritivas de direito, com cinco inhabilitações temporárias, que variaram de cinco a 15 anos, e nove proibições temporárias que variaram de três a 10 anos.

Dos sete julgamentos sobre oferta pública sem registro perante a CVM, seis trataram de ofertas públicas de contratos de investimento coletivo em condo-hotéis. Nesses, os 23 indiciados eram as operadoras hoteleiras e seus administradores, bem como as incorporadoras hoteleiras e seus

administradores. Para essa conduta, houve 11 absolvições e 12 punições, sendo elas seis advertências e seis penalidades de multa. Para determinar a multa, utilizou-se como critério para as pessoas jurídicas a pena – determinada em processos anteriores do mesmo assunto – de R\$ 240.000,00, e a metade desse valor para os administradores pessoas físicas. As advertências, por sua vez, encontraram fundamentos tais como: a impossibilidade de verificação de concessão de direito de retratação, bons antecedentes, gravidade em abstrato da infração, reduzida relevância dos participantes no mercado e o baixo número de contratos comercializados.

Ressalta-se que o outro processo sobre oferta pública de valores mobiliários sem registro na CVM versou sobre a oferta pública de contrato de investimento coletivo em cotas de vagas de garagem. Os dois acusados foram punidos com multas. Contudo, diferentemente dos processos anteriormente mencionados, a dosimetria para aplicação da penalidade pecuniária não estabeleceu um piso, mas 0,5% do valor da oferta irregular para a empresa responsável pela administração das garagens e 0,1% ao seu administrador pessoa física, resultando em penalidades pecuniárias de R\$ 625.000,00 e R\$ 125.000,00, respectivamente.

Os quatro julgamentos sobre auditoria envolveram seis indiciados. Todos os acusados foram punidos¹⁰. Em um dos processos, em que houve a inobservância de normas do Conselho Federal de Contabilidade, a empresa de auditoria foi multada em R\$ 50.000,00 e o auditor responsável em R\$ 25.000,00, aparecendo na dosimetria da pena os bons antecedentes e a capacidade econômica dos envolvidos. Em outro processo, sobre não submissão do programa de revisão externa de qualidade, a empresa de consultoria recebeu suspensão de 5 anos,

justificando-se tal penalidade na reincidência do acusado, o auditor responsável, por outro lado, foi condenado ao pagamento de multa no montante de R\$ 50.000,00, considerando-se na dosimetria que já estava afastado do mercado.

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

Nos critérios para determinar o valor máximo da multa da Lei n. 13.506/2017, o artigo 11, parágrafo primeiro determinou que:

“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.”*

Com a necessidade de regulamentação da nova legislação pela CVM¹¹, foi esperado pelos agentes de mercado que as novas regras administrativas trouxessem 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.

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.

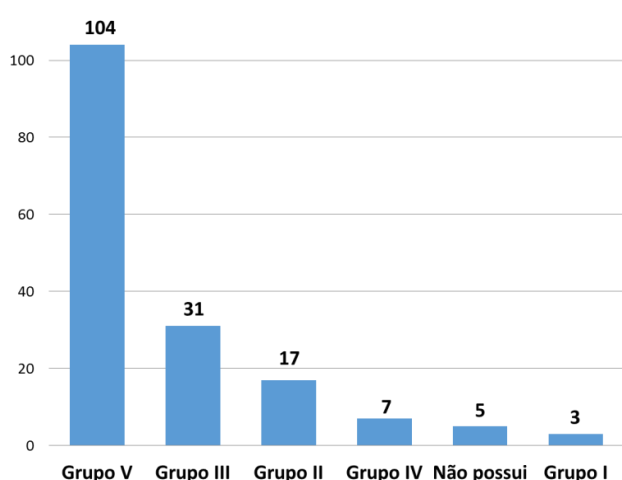
Ainda para a definição da pena-base, a ICVM 607/2019 traz um limite ao julgador a depender exclusivamente da conduta ilícita. Dividiu condutas em cinco grupos conforme a sua gravidade, que está no anexo 63 da Instrução, reproduzido abaixo.

Tabela 02. 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 – embargo 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)

Considerando o modelo de dosimetria da pena apresentado na ICVM 607/19, as 167 acusações julgadas pela CVM foram divididas de acordo com os grupos descritos no Anexo 63 do referido comando normativo. Verifica-se que as acusações se concentraram majoritariamente no Grupo V, seguido pelo Grupo III, conforme demonstrado no Gráfico 03 abaixo.

Gráfico 03. Condutas julgada em PAS da CVM e Grupos da Instrução CVM 607/2019, Anexo 63.
1º. semestre/2019



Fonte: Elaboração própria

O fato de as condutas objeto dos julgamentos do primeiro semestre 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. Se a nova regulamentação já estivesse vigente, estes casos dariam ao julgador a possibilidade de aplicação do mais alto valor da nova dosimetria como pena-base.

Olhando, todavia, para as punições efetivamente aplicadas no primeiro semestre de 2019, observa-se que:

a) de todas as multas, 77 foram aplicadas com valores fixos, cuja fundamentação do cálculo não faz referência às peculiaridades da conduta

dos agentes, isto é, valor da operação ou benefício econômico. Os montantes variaram de R\$ 25.000,00 a R\$ 500.000,00;

b) o limite de R\$ 500.000,00 previsto na Lei n. 6.385/1976, antes da sua alteração em 2017, no entanto, foi aplicado apenas oito vezes;

c) quatro multas foram aplicadas considerando o valor da operação irregular praticada. Nessas situações, as penalidades pecuniárias variaram de 9% a 20% do valor da operação irregular;

d) duas multas foram aplicadas considerando o valor da oferta pública irregular realizada, aplicando-se 0,5% e 0,1% do montante arrecadado com a oferta sem registro; e

e) a vantagem econômica obtida pelo acusado foi utilizada como parâmetro para a aplicação de multas em oito oportunidades. Em seis delas, a penalidade pecuniária foi no valor de duas vezes e meia a vantagem econômica obtida e duas multas consideraram duas vezes o valor da vantagem econômica obtida.

Verifica-se assim que as multas aplicadas pela CVM, no primeiro semestre de 2019, pouco atingem os limites previstos na legislação, independente do critério que se utiliza.

Tendo apenas atividade punitiva do primeiro semestre de 2019 como parâmetro para tentar adiantar a atuação da CVM no novo padrão de dosimetria, os dados sugerem que:

a) a fixação da pena com fundamento no item I, Parágrafo Único, do artigo 11, da Lei 6385/1976 e, portanto, utilizando a pena-base do Anexo 63 da ICVM 607/2019, tende a ser o critério utilizado na maioria dos julgamentos da CVM;

b) o valor limite, no entanto, não tende a ser considerado, pois nos casos deste primeiro semestre, apesar da maioria infrações julgadas estarem listadas no Grupo V, os valores das

multas foram muito aquém do limite previsto na lei vigente; e

c) como consequência das afirmações de a) e b), conclui-se que não é possível antecipar como será a avaliação dos julgadores na utilização da nova dosimetria para fixação dos valores máximos da pena-base em julgamentos futuros.

1.3. Termo de compromisso¹²

No primeiro semestre de 2019, foram analisadas propostas de termos de compromisso decorrentes de 32 processos administrativos, envolvendo 91 proponentes¹³, sendo 66 pessoas físicas e 25 pessoas jurídicas.

Os temas das propostas apresentadas são administração de carteira, intermediação, auditoria, ilícitos do mercado secundário, questões societárias, oferta pública sem registro e problemas informacionais, conforme Gráfico 04 abaixo.

Gráfico 04. Temas das propostas de termos de compromisso na CVM. 1º. Semestre/2019



Fonte: Dados CVM, elaboração própria

Os temas de ilícitos do mercado secundário, problemas informacionais e questões societárias abarcam cerca de 81% de todas as propostas analisadas pela CVM no primeiro semestre de 2019.

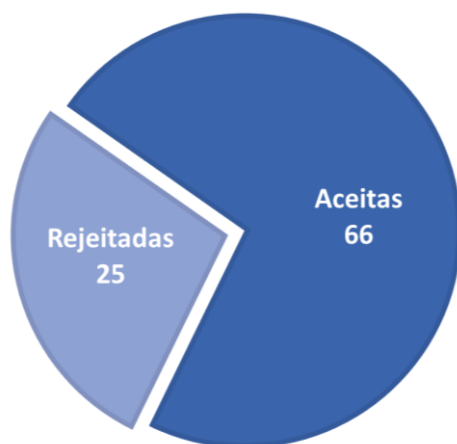
Propostas de termo de compromisso relacionadas com os ilícitos do mercado secundário envolveram as seguintes condutas: (i) uso de informação privilegiada (*insider trading*); (ii) negociação em período vedado; (iii) criação de condições artificiais; (iv) manipulação de preço; e (v) prática não equitativa. Das 30 propostas apreciadas neste assunto, 22 foram aceitas e 8 foram rejeitadas pelo Colegiado da CVM.

Propostas sobre problemas informacionais trouxe 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 22 propostas envolvendo esse tema, 15 foram aceitas.

Em relação às 22 propostas apresentadas que tratavam de supostas infrações às normas societárias, as seguintes condutas foram identificadas: (i) remuneração dos administradores; (ii) rodízio de empresas de auditoria; e (iii) suspensão de registro de companhia aberta. Todas as propostas deste tema foram aceitas pelo Colegiado da CVM.

Do total de 91 propostas apreciadas pelo Colegiado da CVM no primeiro semestre de 2019, foram aceitas propostas de 66 proponentes e rejeitadas de 25 proponentes.

Gráfico 05. Propostas de termos de compromisso aceitas e rejeitadas. 1º semestre/2019



Fonte: Dados CVM, elaboração própria.

Verifica-se assim, um alto percentual de aceitação das propostas de termos de compromisso. Conforme Relatório da Atividade Sancionadora a CVM, a arrecadação com termos de compromisso somou R\$ 25,1 milhões.

A análise dos termos de compromisso pode apresentar mais de uma fundamentação. Considerando cada uma das fundamentações encontradas nas 91 propostas apresentadas, tem-se o seguinte quadro:

Tabela 04. Fundamentação para aceitação ou rejeição dos termos de compromisso pela CVM. 1º semestre 2019

Justificativas	Aceitação	Rejeição
Adesão à negociação proposta pelo Comitê	24	14
Finalidade preventiva do termo de compromisso	18	1
Características do caso concreto	15	7
Indenização de danos difusos ao mercado de capitais	13	5
Precedentes comparáveis	12	5
Antecedentes dos proponentes	8	0
Reversão da suspensão do registro seria mais favorável	8	0
Proporção entre a suposta infração e a proposta apresentada	4	1
Precedente anterior firmado com o mesmo acusado	1	0
Processo maduro para julgamento	0	3
Gravidade da acusação formulada	0	2
Forma de pagamento	0	2
Existência de óbice legal	0	2
Intempestividade da proposta	0	2
Demais acusados não apresentaram propostas	0	1

Fonte: Dados CVM, elaboração própria

As rejeições foram deliberadas em processos de auditoria, ilícitos do mercado secundário, oferta pública sem registro de condo-hotéis, exercício irregular de agente autônomo e administração de carteira e problemas informacionais envolvendo

a não elaboração e não envio de informações periódicas e divulgação irregular de demonstrações financeiras.

Dentre as 65 propostas aceitas, as obrigações que aparecem nos acordos são as seguintes:

Tabela 05. Obrigações contraídas nas propostas de termos de compromisso aceitas pelo Colegiado da CVM. 1º semestre 2019

Obrigação	Recorrência
Pagar determinado valor	38
Pagar determinado valor e deixar de atuar ou exercer funções	22
Pagar determinado valor e obrigação de elaborar demonstrações financeiras	5
Pagar determinado valor e indenização individual a investidores lesados	1

Fonte: Dados CVM, elaboração própria

Dos 22 proponentes que apresentaram termos com o pagamento de valores conjugados com restrições de direito do exercício de cargos ou funções no mercado, sete eram investigados ou acusados por condutas irregulares referentes a questões societárias, quatro por administração de carteiras, quatro por ilícitos do mercado secundário (manipulação) e sete por problemas informacionais.

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 14 processos no primeiro semestre de 2019 com origem na CVM. Quatro desses processos não foram propriamente julgados, mas convertidos em diligência para análise de prescrição intercorrente. Em dois, houve pedido de vistas e em oito houve julgamento, sendo que dois em recurso de ofício. Os oito recursos julgados envolveram 20 pessoas.

O tempo de julgamento, entre a data decisão da CVM e a data de decisão do CRSFN, variou de 8 meses a 3 anos e 9 meses, sendo que dois julgamentos ocorreram em menos de um ano, outros dois entre um e dois anos, e os demais entre dois e quatro anos.

Os processos julgados no CRSFN revisaram questões relacionadas a auditoria, ilícitos do mercado secundário, problemas informacionais, matéria societária e fundos de investimento na proporção indicada na Tabela 06.:

Tabela 06. Temas dos julgamentos no CRSFN em processos originados na CVM. 1º Semestre/2019

Tema	Processos ¹⁴
Auditoria	3
Ilícitos do mercado secundário	2
Problemas informacionais	2
Societário	1
Fundos de investimento	1

Fonte: Dados CRSFN, elaboração própria.

Das 20 pessoas que figuraram nos recursos (seja de ofício seja voluntário), 14 tiveram mantidos os julgamentos de primeira instância. Um único recorrente teve proferida a modificação integral da decisão da CVM, havendo o arquivamento do processo por insubsistência da acusação. Cinco recorrentes obtiveram a modificação parcial da condenação, mantendo-se a decisão imposta pela CVM, mas com redução das penalidades aplicadas em primeira instância.

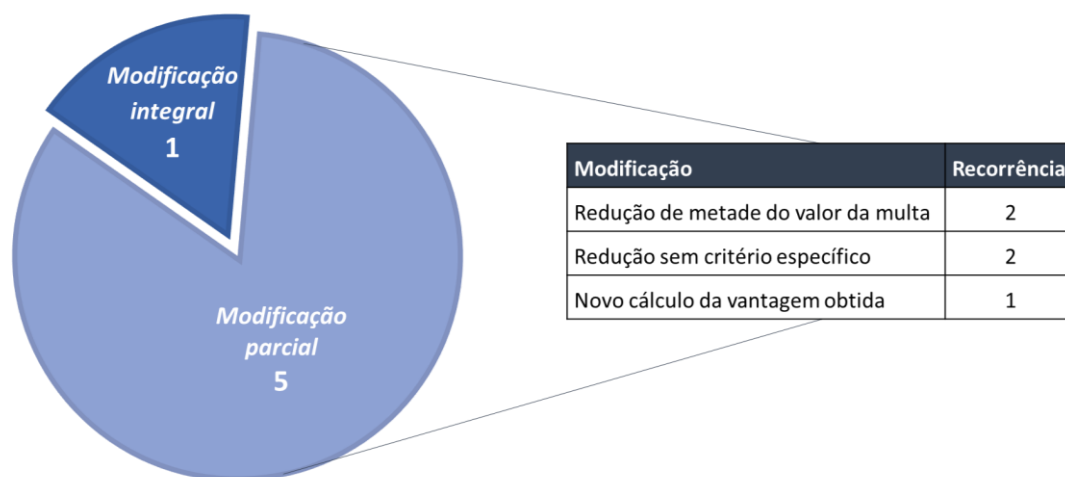
Tabela 07. Decisões do CRSFN, por recorrente, em processos originados na CVM. 1º Semestre/2019

Decisão do CRSFN	Recorrentes
Manutenção da condenação	14
Modificação parcial	5
Revisão integral da condenação	1

Fonte: Dados CRSFN, elaboração própria

Em relação às modificações parciais, o gráfico abaixo (Gráfico 06) apresenta as alterações em relação às decisões de primeira instância.

Gráfico 06. Reforma de decisões da CVM pelo CRSFN. 1º semestre/2019



Fonte: Dados CRSFN, elaboração própria

Nos processos em que houve a redução da multa, encontram-se as seguintes fundamentações para a revisão do valor da decisão de primeira instância.

a) Houve reforma em recurso envolvendo uso de informação privilegiada¹⁵, no qual a decisão do CRSFN concordou com o critério de duas vezes do valor do benefício econômico, mas refez o cálculo da vantagem obtida.

b) Para dois recorrentes que tiveram suas penas reduzidas pela metade¹⁶, caindo a multa de R\$ 300.000,00 para R\$ 150.000,00, houve o reconhecimento da falha informacional, entendeu-se que “penalidades aplicadas estão em patamar acima do que seria razoável”(…) “por existirem os mitigantes na não oscilação do volume e preço e não demonstração que a irregularidade foi realizada de modo deliberado”.

O outro julgamento¹⁷ houve redução da multa para dois recorrentes, condenados por irregularidades no parecer da auditoria, com a

seguinte fundamentação: “Destaco, entretanto, que ainda que configurada a irregularidade, a penalidade aplicada aos Recorrentes deve ser ajustada. Entendo elevado o valor da multa aplicada tanto à pessoa jurídica como à pessoa física. Parece-me mais adequada a aplicação de multa no valor de R\$ 30.000,00 para a pessoa jurídica e de R\$ 15.000,00 para a pessoa física.”

3. BM&FBOVESPA SUPERVISÃO DE MERCADOS - BSM.

Neste primeiro semestre de 2019, foi noticiado a conclusão de cinco processos administrativos na BSM.¹⁸

Irregularidades envolvendo corretora e seu diretor de relações com o mercado deu origem a dois processos que foram julgados conjuntamente. Um deles versava sobre apropriação de recursos dos clientes de corretora em razão da demora na transferência de valores solicitados, com violação dos deveres de boa-fé, lealdade e diligência. Por decisão Turma do Conselho de Supervisão, confirmado pelo Pleno do Conselho de Supervisão, houve condenação da corretora em R\$ 100.000,00 e inabilitação por 8 anos do seu Diretor de Relação com o Mercado.¹⁹ No outro processo, envolvendo as mesmas partes, julgou-se o não cumprimento de solicitação da BSM de envio dos extratos dos clientes. Para estas acusações, houve condenação da corretora ao pagamento de R\$ 50.000,00 e do Diretor de Relações com o Mercado o montante de R\$ 200.000,00.²⁰

O terceiro processo julgado envolveu agente autônomo que negociou valores mobiliários por meio de intermediário ao qual não estava vinculado. Por decisão do Diretor de Autorregulação, houve aplicação da pena de advertência.²¹

O quarto julgamento²² 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, 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.

Além destes quatro julgamentos, por decisão do Conselho de Supervisão, foi firmado um termo de compromisso com agente autônomo, em razão de operação sem ordem, com obrigação de pagar o valor de R\$ 15.000,00.²³

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

4. SÍNTESE DOS NÚMEROS

Este primeiro levantamento detalhado referente apenas ao primeiro semestre de 2019 serve para pavimentar possíveis avaliações da atividade punitiva no mercado de valores mobiliários, 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, ressaltam-se os seguintes dados:

- Ilícitos do mercado secundário (Instrução 08/1979 e *insider trading*) somam o maior número de acusados em processos administrativos sancionadores (41) e de proponentes de termos de compromisso (30). Ao longo deste primeiro semestre, foram 31 acusados punidos e 22 propostas de termo de compromisso aceitas neste tema. Em julgamentos destes ilícitos estão a maioria das sanções com restrição de direitos (inabilitação e proibições);
- Questões societárias somam a análise de 57 condutas, sendo 35 em processos administrativos sancionadores e 22 em termos de compromisso. Infrações relacionadas com companhias abertas geram alto percentual de punição (28 penalidades aplicadas) e verificou-se que todas as 22 propostas de termos de compromisso foram aceitas, na sua maioria determinando o pagamento de determinado valor;
- O reconhecimento de condo-hotéis como valores mobiliários representa, em números, razoável volume na atuação punitiva (sete processos administrativos sancionadores, 25 acusados e quatro propostas de compromisso) para análise de ofertas pública sem registro; e
- Os dados sobre a atividade punitiva do primeiro semestre 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 previsto em lei.

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

Sobre a BSM, os números apontam uma baixa atuação como entidade sancionadora neste primeiro semestre de 2019.

REFERÊNCIAS

¹ Os dados apresentados sobre os processos administrativos sancionadores neste relatório foram obtidos por meio do *site* da CVM, na seção Decisão de Julgamento, disponíveis em <http://www.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador.html>.

Essa ferramenta retorna páginas com acesso à decisão de processos sancionadores que, eventualmente, contém outros documentos do processo. Para a formulação deste estudo, consideramos apenas as informações da decisão. O termo “processo” refere-se a processos administrativos sancionadores que tenham tido seu mérito julgado pelo Colegiado. O termo “acusado” refere-se às pessoas jurídicas, físicas ou fundos de investimentos acusados de praticar condutas infratoras ou supostamente infratoras de normas legais ou regulamentares. Por fim, o termo “acusação” refere-se a cada uma das práticas ilícitas imputadas aos acusados, sendo que estes podem ser absolvidos ou condenados. Nesse sentido, é possível que cada processo contenha mais de um acusado, e que cada acusado seja alvo de mais de uma acusação. A maior parte dos dados apresentados no presente trabalho toma por base as acusações formuladas, e não os processos ou os acusados envolvidos, de modo a individualizar o estudo das infrações cometidas no mercado de valores mobiliários. Assim, possíveis divergências em comparação ao Relatório de Atividade Sancionadora da CVM podem ter origem na adoção de critérios distintos para a organização dos mesmos dados.

² Por meio de pesquisa na seção Decisão de Julgamento e utilizando-se como filtros as datas de julgamento entre os dias 01/01/2019 e 31/06/2019, o *site* da CVM apresenta como resultados 39 processos. Entretanto, contabilizando manualmente cada um dos processos apresentados no *site*, encontramos apenas 38 processos. O Relatório de Atividade Sancionadora da CVM aponta, contudo, o julgamento de 39 processos. Para fins do presente relatório, não se fez a distinção entre processos dos ritos ordinários e sumários, na medida em que, ainda que se verifiquem importantes diferenças procedimentais entre ambos, o objeto de estudo, qual seja, os resultados do *enforcement* no mercado de valores mobiliários, independem do rito processual adotado, sendo que as penalidades aplicáveis são as mesmas.

³ Trata-se de Fundo de Investimento em Participações que foi acusado na qualidade de acionista controlador no PAS RJ2015/9443

⁴ A soma do número de temas é maior que o número de processos na medida em que há processos que tratam de mais de um tema em seu julgamento, sendo, portanto, contados uma vez em cada tema.

^v Relacionado indiretamente a este tema, na medida em que se trata de conduta realizada em processo que investigava a prática de operação fraudulenta, há ainda uma acusação referente a embaraço à fiscalização.

⁶ Trata-se do PAS CVM RJ2015/10545, no qual o representante legal da emissora estrangeira teve sua ilegitimidade passiva reconhecida devido ao fato de que renunciou ao cargo antes da data da conduta analisada.

⁷ Os números descritos possuem algumas divergências e divergências meramente aparentes em relação aos números apresentados pelo órgão regulador no Relatório da Atividade Sancionadora da CVM. De acordo com a busca realizada para elaboração do presente estudo, verificou-se a aplicação de multas a 91 acusações, ao passo que o Relatório da CVM apresenta a aplicação de multas a 72 acusados. Os números são distintos na medida em que a CVM adota o critério de “acusados” e este relatório adota o critério de “acusações”, sendo que em alguns processos um acusado teve como penalidades mais de uma multa em decorrência das múltiplas acusações a ele imputadas. Assim, trata-se de divergência meramente aparente. Contudo, em relação às advertências o Relatório da CVM apresenta 13, ao passo que no presente estudo apresenta-se 12 advertências, tratando-se, portanto, de divergência real.

⁸ PAS CVM RJ2015/10545, julgado em 19 de fevereiro de 2019.

⁹ PAS CVM RJ2016/802, julgado em 29 de janeiro de 2019.

¹⁰ No PAS CVM RJ2015/13093, houve para os dois acusados punição e absolvição por condutas diferentes.

¹¹ “Art. 69. O Conselho Monetário Nacional, o Banco Central do Brasil e a Comissão de Valores Mobiliários editarão normas complementares ao disposto nesta lei.”

¹² Os dados apresentados neste item foram obtidos por meio da análise dos votos do Colegiado, proferidos entre os dias 01/01/2019 e 31/06/2019, que tratavam sobre a apreciação de termos de compromisso. Os votos foram obtidos por meio do *site* da CVM, na seção de Reuniões do Colegiado. Essa ferramenta permite o acesso a todas as decisões colegiadas, exceto o julgamento de processos sancionadores. Do total de resultados (198), consideramos apenas aqueles relativos a termos de compromisso. Dentro desses resultados, consideramos apenas a decisão do colegiado, deixando de considerar o parecer do comitê. De acordo o método utilizado para busca realizada, foram identificadas divergências em relação às informações apostas no Relatório da Atividade Sancionadora da CVM quanto ao número de processos administrativos envolvidos e o número de proponentes, e consequentemente, o número de propostas aceitas e rejeitadas. O Relatório da Atividade Sancionadora da CVM aponta a existência de 35 processos administrativos sancionadores, 98 proponentes e 73 proponentes com propostas aceitas. Este trabalho, por sua vez, apresenta 32, 91 e 66 para os respectivos números. Tal divergência pode se dar por critérios temporais ou de critérios adotados para organização dos dados.

¹³ Cada processo administrativo pode ter mais de um investigado ou acusado e por isso é possível que haja mais de um proponente por processo administrativo.

¹⁴ O número de processos é maior que o número de julgados, pois há 1 processo em que se debateu tanto problemas informacionais, quanto societário, sendo contado uma vez em cada uma das respectivas linhas da Tabela 06.

¹⁵ Recurso n. 10372.100321/2018-76.

¹⁶ Processo n. 10372.000307/2016-0.

¹⁷ Processo n. 10372.100254/2017-17.

¹⁸ Ver notícia em:

<https://www.bsmsupervisao.com.br/Noticias/2019-07-25-Deciso-es-relativas-5-processos>

¹⁹ Processo Administrativo 13/2016.

²⁰ Processo Administrativo 06/2016.

²¹ Processo Administrativo 13/2018.

²² Processo Administrativo 06/2018.

²³ Processo Administrativo 10/2018.