

**ALÉM DOS
NÚMEROS DA CVM**
Enforcement no Mercado de
Capitais Brasileiro

2020

AUTORES

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

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

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

Graduado pela Universidade Federal do Rio Grande do Sul. Mestre e doutorando em Direito e Desenvolvimento pela Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getulio Vargas (FGV Direito SP). É pesquisador do Núcleo em Mercados Financeiros e de Capitais (MFCap).

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).

MARIANNA B. DIAZ M. DE OLIVEIRA (MARIANNA.OLIVEIRA@FGV.BR)

Estudante da Graduação em Direito da USP. Estagiária de pesquisa do Núcleo em Mercados Financeiros e de Capitais (MFCap). Participante da Partenariat International Triangulaire d'Enseignement Supérieur (PITES), dupla graduação em Direito com a Université Jean Monnet Saint-Étienne.

BRUNO SILVA E SOUZA (C353750@FGV.EDU.BR)

Estudante da Graduação em Direito da Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getulio Vargas (FGV Direito SP). Bolsista do Programa de Iniciação Científica (PIC-2020) da mesma escola.

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

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

LEONARDO H. D. DE OLIVEIRA (OLIVEIRA.LEONARDOH@GMAIL.COM)

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

SUMÁRIO

04	Apresentação
05	Processos Julgados e Termos de Compromisso PRINCIPAIS CONSTATAÇÕES
07	Processos Julgados RESULTADOS GERAIS AGENDA PUNITIVA E RESULTADOS DOS JULGAMENTOS RADIOGRAFIA DE CASOS SOCIETÁRIOS RADIOGRAFIA DE ILÍCITOS DE MERCADO E INSIDER TRADING PENALIDADES APLICADAS AS MULTAS APLICADAS AINDA SOBRE AS PENALIDADES APLICADAS A DOSIMETRIA APLICAÇÃO DA NOVA DOSIMETRIA
16	Termos de Compromisso TEMAS RESULTADO DA ANÁLISE DAS PROPOSTAS JUSTIFICATIVAS PARA ACEITAÇÃO E REJEIÇÃO OBRIGAÇÕES DE PAGAR POR TEMAS GRAVIDADE DAS CONDUtas ANALISADAS
21	Notas Metodológicas e Formação do Banco de Dados da Pesquisa

Apresentação

RELATÓRIO DE ENFORCEMENT DE 2020

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. A panorâmica da atividade sancionadora com divulgação de números serve como ponto de partida para essa avaliação.

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

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

Este relatório é um esforço nessa direção, trazendo dados e informações de 2020 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, 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, de supervisão (diretamente por meio dos programas de Supervisão Baseada em Risco, ou indiretamente, com a atuação de autorreguladores tais como BSM, ANBIMA e APIMEC), dentre outras.

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

DISCLAIMER

Este relatório é elaborado por pesquisadores com diferentes vínculos institucionais. Devemos destacar que o material aqui elaborado e as opiniões nele contidas não refletem necessariamente as posições da Comissão de Valores Mobiliários, da Fundação Getúlio 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 2020

Quando se observa o número de processos, a comparação dos resultados de 2019 e 2020 revela uma desaceleração do ritmo de julgamentos pelo Colegiado da CVM.

Houve uma sensível queda no número de casos julgados, o que, à primeira vista, pode se justificar por três fatores: (i) os problemas decorrentes da pandemia do COVID-19, (ii) o fato de que o órgão julgador esteve desfalcado de um membro na maior parte do ano e (iii) a existência de processos de alta complexidade, particularmente aqueles que envolveram a Petrobrás e seus administradores.

Outros pontos receberam atenção ao longo de 2020: em dezembro veio a público uma avaliação do Tribunal de Contas da União (TCU), que apresentou recomendações de melhorias à atuação da CVM, algumas delas com relação direta com a atividade de *enforcement* (processo 027.307/2018-2). E no mesmo mês recebeu grande atenção do público o julgamento de casos ligados à Petrobrás, com a absolvição de diversos membros do conselho de administração da companhia.

As absolvições dos administradores da estatal impactaram os resultados do ano, em especial na temática societária, na qual 126 das 181 acusações não resultaram em condenação (aprox. 70%), o que destoia dos resultados apurados nas demais áreas.

No que se refere ao valor das multas aplicadas, também houve uma redução de R\$ 1,04 bilhão em 2019 para R\$ 880 milhões em 2020.

É importante pontuar que quase metade desse valor (R\$ 427 milhões) é resultado de uma multa aplicada a uma única pessoa, por infração à ICVM n.º 8/1979. Se consideramos o montante de todas as multas desse processo (R\$ 770 milhões), temos que 88% do montante das multas aplicadas pela CVM em 2020 decorre de um único processo.

Assim como 2019, as condutas objeto dos julgamentos em sua grande maioria (o mesmo ocorrendo com os termos de compromisso analisados) estão listadas no Grupo V do Anexo 63 da ICVM 607/2019. Este fato sugere que o regulador aloca os esforços da sua atividade de *enforcement* em infrações de maior potencial ofensivo. Se a nova regulamentação já estivesse vigente, pelo menos em tese, estes casos dariam ao julgador a possibilidade de aplicação do mais alto valor da nova dosimetria como pena-base (que tem como teto R\$ 20 milhões).

Interessante notar que casos envolvendo práticas ilícitas prevista na ICVM 08/1979 ocupam de forma relevante a agenda punitiva da CVM e resultaram em alto índice de condenação (mais de 80%), seguindo a tendência de 2019.

Processos Julgados e Termos de Compromisso

PRINCIPAIS CONSTATAÇÕES (2/2)

O ENFORCEMENT NA CVM EM 2020

Já processos sobre questões societárias, em especial, nos quais se analisa deveres fiduciários dos administradores, apesar do alto número de casos e de acusados, não há elevado número de condenações. Em 2020, a absolvição de administradores esteve em 69,6%, contra 60% em 2019.

Os resultados colhidos na apreciação dos termos de compromisso não contrastam com os observados para os processos administrativos sancionadores que foram levados a julgamento.

Conforme apuração do MFCap, em 2019 foram apreciadas 274 propostas de termos de compromisso, contra 178 em 2020. As razões para essa redução podem ser as mesmas já mencionadas para os processos sancionadores.

Em termos percentuais, houve ligeiro aumento no número de propostas rejeitadas (37% em 2019 contra 43,8% em 2020). Entre as propostas aceitas, manteve-se a preponderância de obrigações de pagamentos de valores (96,5% dos casos com propostas aceitas).

A via do termo de compromisso também guardou relação temática com aquela observada nos processos julgados, com prevalência dos casos societários e de ilícitos de mercado (ICVM 08/1979).

Com a queda no número total de casos, houve também diminuição nos montantes obtidos pela CVM com os termos de compromisso: em 2019 o MFCap registrou valores totais de R\$ 66,2 milhões, contra R\$ 43,5 milhões em 2020.

As reduções nas conclusões de casos podem aumentar a exigência sobre as instâncias decisórias em 2021. E não apenas por conta do possível acúmulo de casos pendentes de conclusão, mas também pelos casos que venham a ser instaurados, alguns deles com grande repercussão na mídia ao longo de 2020.

Adicionalmente, até a conclusão deste relatório, a CVM continuava a contar com duas vagas não preenchidas no seu órgão colegiado, o que constitui um desafio adicional, associado aos efeitos da continuação do isolamento social decorrente da pandemia, que devem se prolongar por 2021.

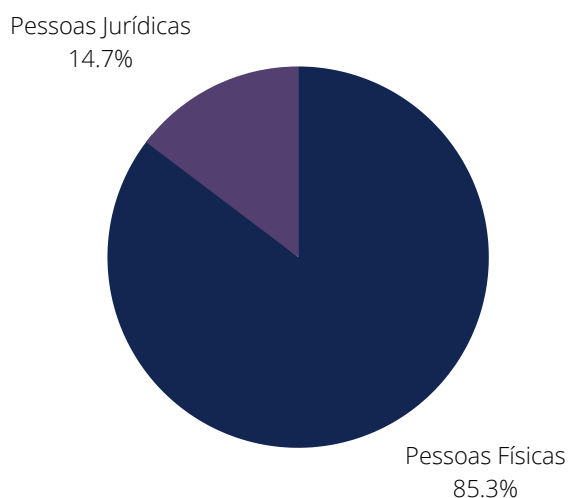
Processos Julgados

RESULTADOS GERAIS

PROCESSOS JULGADOS EM 2020

Em 2020, a CVM julgou 63 processos administrativos sancionadores (PAS), envolvendo 313 acusados, sendo 267 pessoas físicas e 46 pessoas jurídicas.

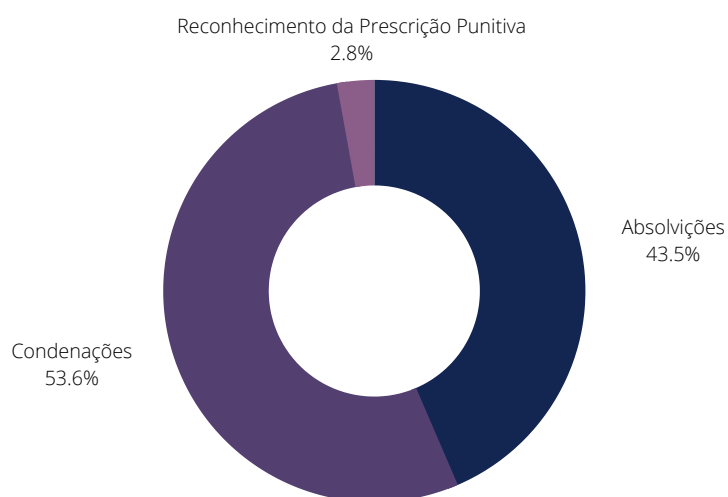
Gráfico 01 - Proporção de Pessoas Jurídicas vs. Pessoas Físicas como indiciados nos PAS/CVM - 2020



ACUSAÇÕES

Nos 63 PAS julgados ao longo de 2020, foram realizadas 386 acusações aos 313 indiciados.

Gráfico 02 - Resultado, por acusação, dos julgamentos dos PAS/CVM - 2020



CONDENAÇÕES

As 386 acusações resultaram em 207 condenações, 168 absolvições e 11 reconhecimentos de prescrição da pretensão punitiva.

63

Processos administrativos julgados em 2020

386

Acusações analisadas nos PAS/CVM 2020

53,6%

Das condutas ilícitas julgadas resultaram em condenações

Processos Julgados

AGENDA PUNITIVA E RESULTADOS DOS JULGAMENTOS

AGENDA PUNITIVA

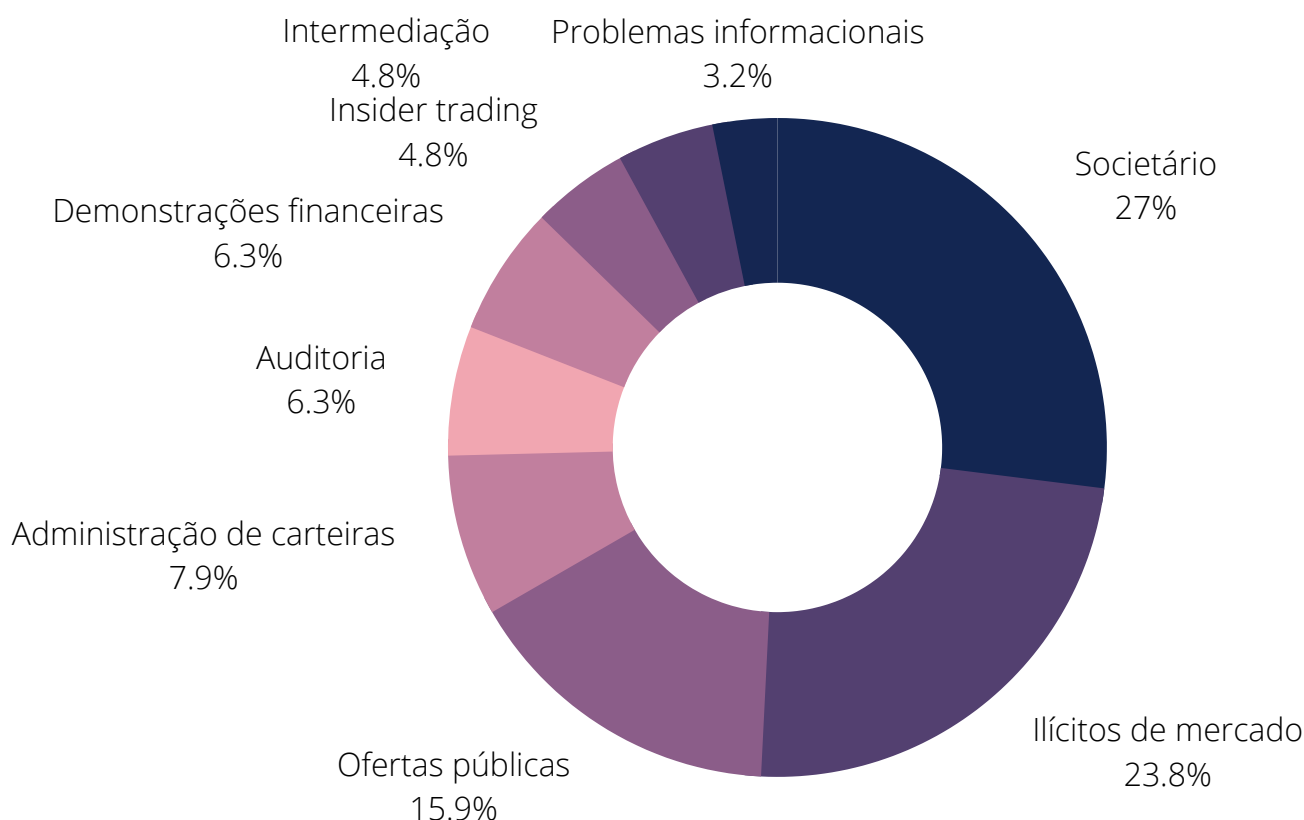
Os 63 PAS julgados em 2020 versam sobre questões societárias (17), ilícitos de mercado (15), oferta pública sem registro (10), administração de carteiras (5), auditoria (4), demonstrações financeiras (4), *insider trading* (3), intermediação (3) e problemas informacionais (2).

SOCIETÁRIO E ILÍCITOS DE MERCADO COMO TEMAS MAIS FREQUENTES

Questões societárias e ilícitos de mercado da ICVM 08/1979 somam metade dos temas dos casos julgados em 2020, concentração ligeiramente superior à observada em 2019 (44%). Processos envolvendo ofertas públicas sem registro apareceram como o terceiro assunto mais constante nos julgamentos da CVM, também em linha com 2019 (quando representaram 12%).

Casos relacionados com auditoria e problemas informacionais aparecem em número reduzido, se comparados à 2019.

Gráfico 03 - Percentual de processos por tema nos PAS/CVM 2020



Processos Julgados

RADIOGRAFIA DE CASOS SOCIETÁRIOS

Os casos societários julgados em 2020 envolvem condutas como infrações a deveres de administradores e membros do conselho fiscal, problemas na convocação e realização de assembleias, abuso no exercício de voto e conflito de interesses.

Verifica-se que em 10 dos 17 casos envolvendo questões societárias, as acusações versaram apenas sobre conduta dos administradores de companhias abertas e o cumprimento de seus deveres previstos na Lei 6.404/1076. Em apenas quatro casos societários houve decisão sobre a conduta abusiva de acionistas controladores, sendo que, entre esses, há dois com acusações também sobre deveres de administradores.

Os casos societários envolveram 150 dos 273 acusados em 2020, quase todos administradores de companhias abertas. Desses 150 acusados, 42 foram condenados em algumas das acusações. Vale notar, entretanto, que apenas cinco casos concentram 115 administradores indiciados, dos quais 20 foram condenados. Três desses casos envolvem a Petrobrás (PAS CVM 06/2016, PAS SP2017/0294 e SEI 19957.008751/2019-11)

e outros dois a Forja Taurus (PAS RJ 2014/1377 e PAS RJ 016/7961).

A violação do dever de diligência dos administradores de companhias abertas é a acusação mais frequente aos membros do Conselho de Administração, Diretores e membros do Conselho Fiscal. Das 175 acusações aos 115 administradores, 110 tiveram fundamento no art. 153 da Lei 6.404/76. O segundo dispositivo mais invocado, presente em 38 acusações, foi a violação às obrigações relacionadas à elaboração das demonstrações financeiras, previstas no art. 176 da mesma lei.

Ao olhar o resultado dos julgamentos, no entanto, é alto o número de absolvições dos administradores. Das 175 acusações a administradores indiciados, há 114 absolvições, 50 condenações e 11 prescrições reconhecidas.

Vale notar novamente que a maioria destas absolvições (106) estão nos cinco casos já mencionados.

150

Acusados em questões societárias

5

Casos concentram a maioria das acusações envolvendo administradores

63%

De absolvições em questões societárias envolvendo administradores e acionistas

Processos Julgados

RADIOGRAFIA DE ILÍCITOS DE MERCADO E INSIDER TRADING

INSTRUÇÃO CVM N.º. 8/79 E O USO DE INFORMAÇÃO PRIVILEGIADA

Os ilícitos de mercado previstos na ICVM n.º. 8/1979 somaram 77 acusações e representam o elevado número de condenações (69), com apenas 8 absolvições.

Verifica-se que o maior número de acusações foi de prática não equitativa (53), seguida de operação fraudulenta (13). Foram apenas 11 acusações de manipulação de preço e nenhuma de criação de condições artificiais.

Há um elevado número de condenações nos casos de Instrução CVM n.º. 8/1979 . Todos os acusados de operação fraudulenta, manipulação de preços e de criação de condições artificiais foram punidos, bem como 45 dos 53 acusados por prática não equitativas.

Os acusados por ilícitos previstos na ICVM 08/1979 ocupam majoritariamente a posição de investidores (38) ou agente autônomos de investimento (17).

No caso de uso indevido de informação privilegiada (*insider trading*), em 2020 foram julgados três casos, com quatro acusados, sendo um condenado (em multa de R\$ 100.000,00) e 3 absolvidos.

100%

Dos casos envolvendo acusação de ilícito de mercado houve, pelo menos, uma condenação

1

Pessoa condenada por *insider trading* em 2020

3

Condutas vedadas pela ICVM n.º 8/1979 foram objeto de processos julgados pela CVM em 2020

Processos Julgados

PENALIDADES APLICADAS

EM 2020 FORAM IMPOSTAS 207 PENALIDADES

A penalidade mais comum foi multa, tendo sido aplicadas 172 em 2020. Em números muito menores aparecem as inabilitações (16), seguidas de advertências (12), proibições (4) e suspensões (3).

Nos casos societários, das 181 acusações, 55 resultaram em condenações (30%). Já para ilícitos de mercado, nota-se um alto percentual de condenações (84%).

Chama a atenção que todas as 27 acusações feitas nos oito casos sobre ofertas públicas sem registro resultaram em condenações.

Gráfico 04 - Penalidades Aplicadas nos PAS/CVM - 2020

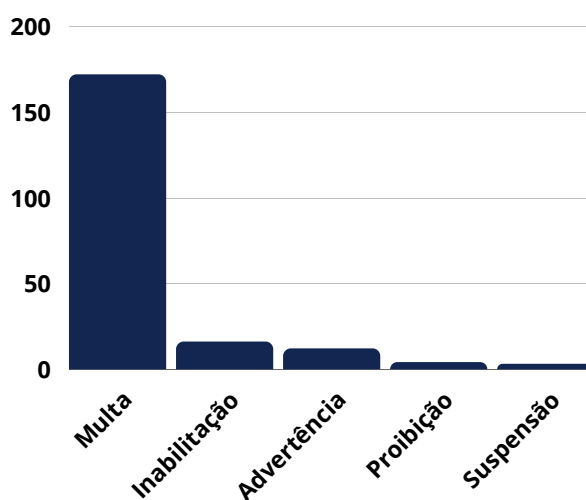


Tabela 01 - Número de Absoluções, Condenações e Prescrições por Tema - PAS/CVM - 2020

TEMA	Absoluções	Condenações	Prescrição	Total
Societário	115	55	11	181
Ilícitos de mercado	14	74	0	88
Demonstrações financeiras	6	26	0	32
Insider trading	3	1	0	4
Oferta pública sem registro	0	27	0	27
Auditoria	9	6	0	15
Administração de Carteira	15	9	0	24
Intermediação	6	6	0	12
Problema informacional	0	3	0	3
Total	168	207	11	386

PENALIDADES QUE PODEM SER APLICADAS PELA CVM

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

Processos Julgados

AS MULTAS APLICADAS

O MONTANTE TOTAL DAS MULTAS APLICADAS EM 2020 ALCANÇOU CERCA DE R\$ 880 MILHÕES

Quanto ao valor das multas, o destaque é a condenação por ilícitos de mercado da ICVM 08/1979, que totalizou cerca de R\$ 847 milhões em 2020. Esse alto valor, no entanto, é originado na sua quase totalidade em apenas um caso, o PAS 06/07.

Nesse processo, foram julgadas acusações de práticas não equitativas, com imposição de multas aos 14 acusados, que somaram R\$ 771,6 milhões. Foram aplicadas ainda duas penas de suspensão, uma inabilitação e uma proibição, todas por sete anos.

Nesse mesmo PAS, verifica-se a multa individual de maior valor aplicada em 2020: R\$ 427,7 milhões. Na dosimetria, a CVM usou o critério de 1,5 vezes o resultado das operações para quantificar a pena.

Para os demais ilícitos, exceção feita à *insider trading* (tema que contou apenas com uma multa, no valor de R\$ 100 mil), o valor médio da pena varia entre pouco mais de R\$ 150 mil – para ilegalidades relacionadas a demonstrações financeiras – a R\$730 mil – para ofertas públicas sem registro.

Tabela 02. Valores mínimos, médios e máximos de multas aplicadas e temas nos PAS/CVM - 2020

TEMA	Valor da multa por condenado (R\$ mil)			Valor total (R\$ mil)	Total de multas
	Mínima	Média	Máxima		
Administração de carteira	125	394	720	2.755	7
Auditoria	50	275	800	1.650	6
Demonstrações financeiras	28	151	880	3.314	22
Ilícitos de mercado	100	12.833	427.731	847.000	66
Insider trading	100	100	100	100	1
Intermediação	50	179	495	895	5
Oferta pública sem registro	82	732	1.500	17.573	24
Problema informacional	100	200	250	600	3
Societário	15	199	700	7.576	38
Total				R\$ 881.463,90	172

Processos Julgados

AINDA SOBRE AS PENALIDADES APLICADAS

CÁLCULOS DOS VALORES DE MULTAS E PENAS NÃO PECUNIÁRIAS APLICADAS EM 2020

Para o cálculo das multas, em 28% das situações (49 condenações com imposição de multa) usou-se expressamente o valor da operação, da vantagem auferida ou prejuízo evitado para determinar o montante da sanção, tal como previsto no art. 11, §1º da Lei nº. 6.385/1976.

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

Das quatro condenações de proibição temporária, três decorrem da inobservância da ICVM 08/1978. Já a pena de suspensão apareceu em três condenações: duas sobre ICVM 08/1979 e uma sobre administração de carteira.

As 16 penalidade de inabilitação foram aplicadas em 6 PAS sobre questões societárias (10), ICVM 08/1979 (3) e demonstrações financeiras (3).

28%

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

16

Casos com aplicação de pena de inabilitação temporária, majoritariamente em casos ligados a questões societárias

3

Casos com pena de proibição temporária, em processos sobre a ICVM 08/1979

Processos Julgados

DOSIMETRIA

A DOSIMETRIA DA PENA E OS NOVOS PATAMARES DE MULTAS

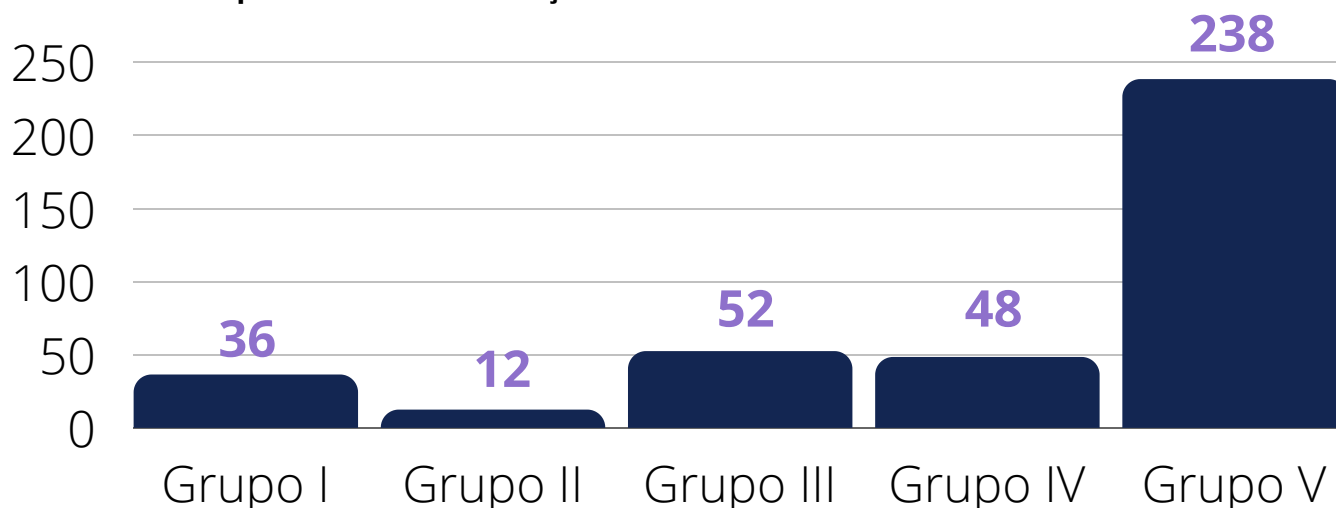
Após a Lei n.º 13.506/2017 e com a edição da Instrução CVM n.º 607/2019, o valor da pena pecuniária máxima foi elevado de R\$ 500 mil para R\$ 50 milhões. Também foi adicionada a possibilidade de cálculo da multa com base no prejuízo causado com o ilícito. Foi mantida a possibilidade do uso do valor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

A Instrução CVM n.º. 607/2019 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, e em seguida as causas de redução da pena.

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.

Foi feito um exercício de aplicação hipotética da nova dosimetria para os processos julgados em 2020, pois na quase totalidade dos casos a CVM analisou condutas praticadas antes da Lei n.º. 13.506/2017 e da ICVM 607/19. Ao distribuir as 386 acusações julgadas pela CVM de acordo com os grupos descritos no Anexo 63 do normativo, verifica-se que as acusações se concentraram majoritariamente no Grupo V (com pena-base máxima de R\$ 20 milhões), seguido pelos Grupos III (R\$ 3 milhões) e IV (R\$ 10 milhões).

Gráfico 05 - Grupos ICVM 607 e acusações nos PAS/CVM - 2020



Processos Julgados

APLICAÇÃO DA NOVA DOSIMETRIA

A NOVA DOSIMETRIA NO CASO PRÁTICO

Na maioria dos julgamentos em 2020, verifica-se a preocupação dos relatores em fazer um exercício da aplicação dos novos critérios para o cálculo da pena de multa previstos na ICVM 607/2019, em especial a indicação expressa de agravantes e atenuantes.

Localizamos, no entanto, apenas um caso no qual houve a aplicação da nova dosimetria no sistema trifásico previsto na ICVM 607/1919, com definição de pena-base, seguida de atenuantes e agravantes. Trata-se do PAS 19957.0002382019-82.

Neste caso, a prática ilícita iniciou-se em 2017 e foi até 2019. A aplicação da nova dosimetria foi fundamentada na Súmula 711 do STF, que estabelece: *"A lei penal mais grave aplica-se ao crime continuado ou ao crime permanente, se a sua vigência é anterior à cessação ou da permanência"*.

Ao final do voto, em explicitação da dosimetria, considerou-se um agravante (continuidade da conduta mesmo após apontada a irregularidade) e um atenuante (bons antecedentes). Para cada um, definiu-se 15% de reflexo na pena-base. Com isso, na prática, o atenuante anulou o agravante.

Para definição da pena-base, não se encontra uma justificativa explícita.

Simplesmente para cada infração (distribuição irregular e oferta irregular) a pena base foi fixada em R\$ 1.500.000,00.

A DOSIMETRIA NA INSTRUÇÃO CVM 607/2019

Com inspiração no modelo trifásico do processo penal, a ICVM 607/2019 estabeleceu os critérios de cálculo da pena: *"Art. 62. Na dosimetria da pena, salvo se aplicada a penalidade de advertência, o Colegiado fixará inicialmente a pena-base, aplicando na sequência as circunstâncias agravantes e atenuantes, bem como a causa de redução da pena, nessa ordem."*

Termos de Compromisso

TEMAS

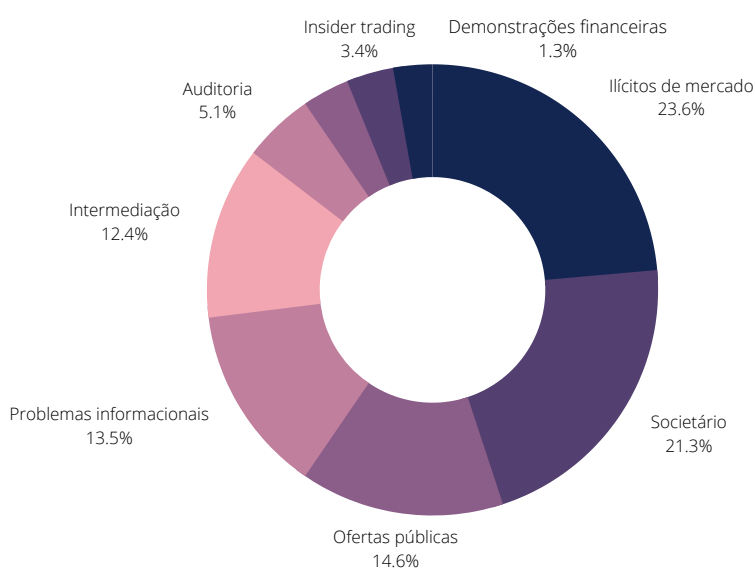
AGENDA

As 178 propostas apreciadas em 2020 versam sobre ilícitos de mercado (42), questões societárias (38), oferta pública de valores mobiliários (26), problemas informacionais (24), intermediação (22), auditoria (9), administração de carteiras (6), *insider trading* (6) e demonstrações financeiras (5).

A exemplo do ocorrido com os PAS julgados em 2020, as questões societárias e os ilícitos de mercado dominaram a pauta: juntos, os dois temas representam quase metade das propostas (45%). Propostas envolvendo ofertas públicas aparecem em número significativo, mas, ao contrário dos casos levados a julgamento, as questões estão ligadas a problemas em ofertas registradas e não à ausência do registro obrigatório.

As propostas sobre acusações em questões societárias e ilícito de mercado têm maior número de rejeições. No tema de societário, das 38 propostas, 31 foram rejeitadas (81,5%). Já nas 42 propostas envolvendo ilícitos de mercado (ICVM n.º 8/1979), 23 não foram aceitas (54,7%).

Gráfico 06 - Temas das propostas em TC/CVM - 2020



De outro lado, chama a atenção que todas as 22 propostas envolvendo intermediação foram aceitas. Estas propostas estão distribuídas em quatro casos, que se relacionam com intermediação irregular, cadastro, deveres de diligência dos administradores responsáveis e atuação de agentes autônomos.

O TERMO DE COMPROMISSO NA LEI N.º. 6.395/1976

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

RESULTADOS DA ANÁLISE DAS PROPOSTAS

TERMOS DE COMPROMISSO EM 2020

As 178 propostas de termos de compromisso (TC) analisadas em 2020 estiveram relacionadas a 68 processos administrativos.

Elas partiram de 128 pessoas físicas, 44 pessoas jurídicas e 6 fundos de investimento.

Gráfico 08 - Propostas de termos de compromisso aceitas e rejeitadas pela CVM - 2020

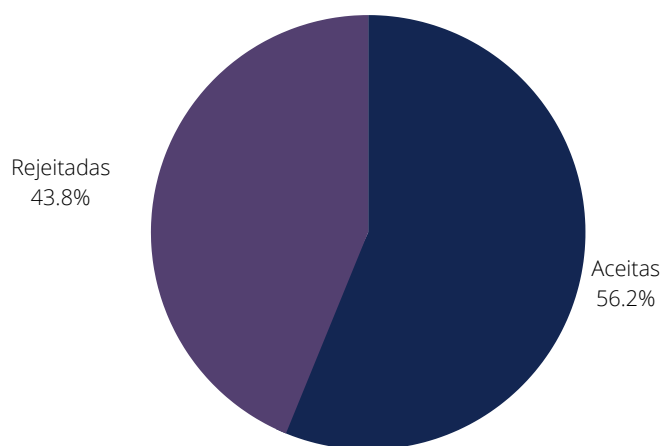
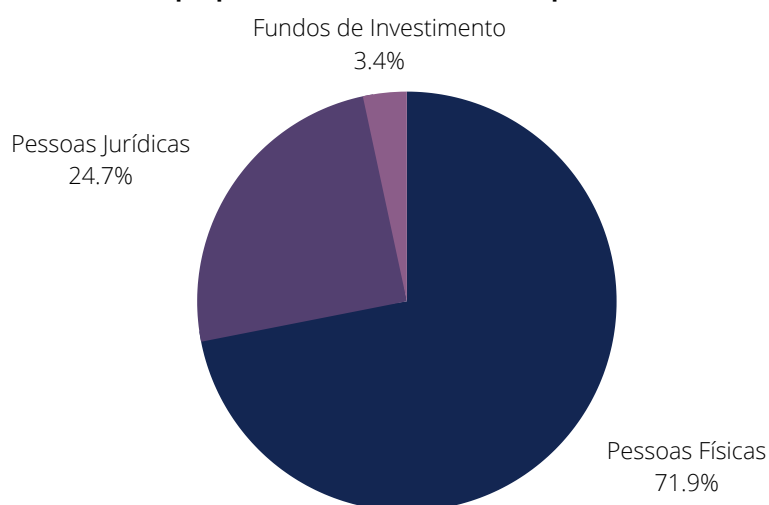


Gráfico 07 - Percentual de Pessoas Jurídicas, Pessoas Físicas e Fundos como proponentes nos TC analisados pela CVM - 2020



ACEITAÇÕES E REJEIÇÕES

Das 178 propostas de TC apreciadas pelo Colegiado da CVM em 2020, 100 foram aceitas e 78 foram rejeitadas.

68

Processos administrativos com apreciação de TC

56,2%

Das propostas de TC foram aceitas em 2020

24,7%

Propostas apresentadas por pessoas jurídicas

Termos de Compromisso

JUSTIFICATIVAS PARA ACEITAÇÃO E REJEIÇÃO

REFERÊNCIAS MAIS FREQUENTEMENTE UTILIZADAS

As razões mais mencionadas na aceitação ou rejeição das propostas estão identificadas na tabela abaixo - lembrando que a decisão pode conter mais de uma dessas expressões. Verifica-se que a principal justificativa é a expressão genérica "*conveniência e oportunidade*" (referida na lei), seguida da percepção de que a obrigação estabelecida é suficiente e oportuna para desestimular novas condutas.

Para a rejeição das propostas, a continuidade da conduta irregular e a gravidade do caso são motivações representativas, seguidas de valor proposto (abaixo de outras propostas já aceitas) e a ausência de indenização dos prejudicados.

Tabela 03 - Justificativas para aceitação ou rejeição de TC/CVM - 2020

Justificativa	Aceitação	Rejeição	Total
Conveniente/oportuno	64	6	70
Suficiente para desestimular a conduta	68	0	68
Continuidade/interrupção da conduta	18	30	48
Gravidade do caso	2	31	33
Valor inferior ao acordado em outros casos	0	24	24
Antecedentes	18	4	22
Correções das irregularidades	20	0	20
Histórico na CVM	12	5	17
Histórico do proponente	12	4	16
Acordos em casos semelhantes	14	0	14
Outros (n=39)	103	109	212
Total	331	213	544

68

Oportunidades em que houve o entendimento de que a obrigação pactuada é suficiente para desestimular a conduta

64

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

30

Casos em que a continuidade da conduta é explicitada como razão para não se firmar o termo de compromisso

Termos de Compromisso

OBRIGAÇÕES DE PAGAR POR TEMAS

VALORES PAGOS À CVM COM A ACEITAÇÃO DE TC EM 2020

Os valores das obrigações de pagar assumidas em termos de compromisso em 2020 somam aproximadamente R\$ 43 milhões.

Um caso sobre falta de controle sobre os limites de posição no mercado futuro originou a maior obrigação de pagar: R\$ 7 milhões, sendo R\$ 6,3 milhões para a pessoa jurídica e R\$ 700 mil para o executivo responsável.

Os montantes aqui considerados não incluem valores para indenizar terceiros prejudicados.

Gráfico 09 - Obrigações contidas em TCs aceitos pela CVM em 2020

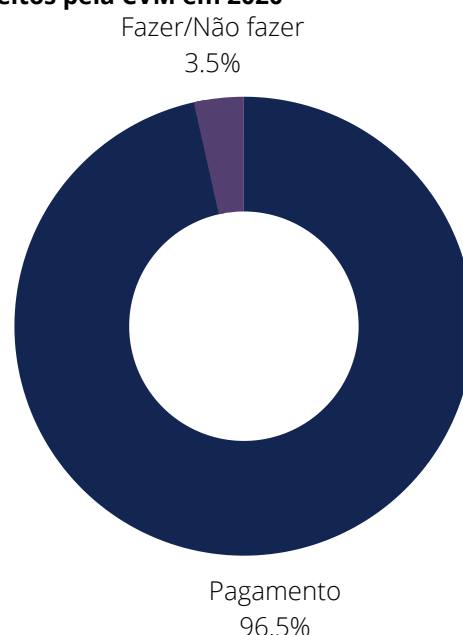


Tabela 04 - Valores Mínimos, Máximos e a Média em propostas de TC aceitas pela CVM - 2020

TEMA	Valor da multa por condenado (R\$ mil)			Valor total (R\$ mil)	Total de propostas
	Mínima	Média	Máxima		
Administração de carteira	210	1.535	3.898	9.208	6
Auditoria	80	273	550	1.364	5
Ilícitos de mercado	3	436	5.517	12.201	28
Insider trading	15	139	208	693	5
Intermediação	50	527	6.300	11.588	22
Oferta pública	50	242	500	2.900	12
Problema informacional	10	202	675	4.440	22
Societário	15	126	250	880	7
Total				43.275	107

96,5%

Das obrigações em TC aceitos incluíram obrigações pecuniárias

R\$ 43.2

MI

Total de obrigações de pagar decorrentes de TC aceitos em 2020

4

Número de propostas aceitas que incluíram obrigações de não fazer

Termos de Compromisso

GRAVIDADE DAS CONDUTAS ANALISADAS

CLASSIFICAÇÃO DA GRAVIDADE EM FUNÇÃO DA INSTRUÇÃO CVM N.º 607/2019

Como já mencionado, após a Lei n.º 13.506/2017 e a Instrução CVM n.º 607/2019, houve uma ampliação dos limites máximos de aplicação de penalidades pela CVM.

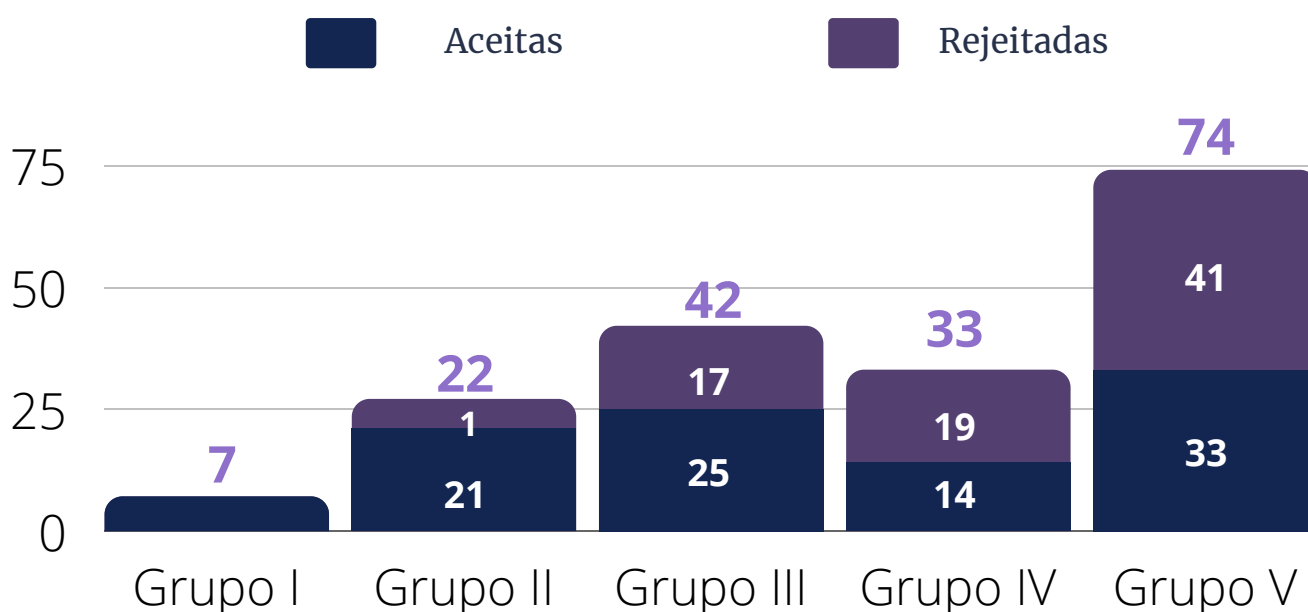
De forma a orientar a aplicação dessas novas referências, a Instrução CVM n.º 607/2019 dividiu as condutas em cinco grupos, conforme a sua gravidade.

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 2020.

Ao distribuir as 178 propostas analisadas pela CVM de acordo com os grupos descritos no Anexo 63 do referido normativo, verifica-se que as acusações se concentraram majoritariamente no Grupo V, seguido pelo Grupo III, em linha com o perfil já observado nos processos julgados.

Com base nos resultados de 2020, pode ser observada uma mudança na aceitação à medida que sobe a gravidade da conduta. Nos casos estudados em 2020, o percentual de aceitação é maior em casos de menor gravidade (conforme definidos pelo Anexo 63 da norma mencionada).

Gráfico 10 - Grupo ICVM 607



Notas Metodológicas e Formação do Banco de Dados da Pesquisa

As informações para a elaboração deste relatório foram coletadas a partir dos dados disponíveis publicamente na página da CVM na rede mundial de computadores até o dia 19 de março de 2021. Assim, foram desconsiderados casos que tenham sido decididos no ano de 2020, mas sem informações disponibilizadas publicamente até o fechamento deste relatório. Em relação aos Termos de Compromisso, foram considerados apenas decisões que decidiam sobre a aceitação de propostas, de modo que foram desconsiderados pedidos de extensão de prazo para pagamento e decisões semelhantes. O esforço de busca envolveu as ferramentas de pesquisa de casos da página da CVM, bem como as notícias publicadas pela autarquia. O critério utilizado pelo MFCap pode justificar eventuais diferenças em relação às informações obtidas junto a outras fontes, inclusive o Relatório de Atividade Sancionadora da CVM.

A classificação dos processos por temas considerou o assunto principal tratado em cada um deles, conforme avaliação dos pesquisadores do MFCap. Ainda que não constituam a maioria dos casos, há processos que versam sobre mais de um assunto. Nesses casos, foi feita uma avaliação da temática predominante, para fins de categorização.

Processos sancionadores podem envolver mais de um acusado, assim como propostas de termos de compromisso podem englobar mais de um proponente.

Em sendo assim, o número de pessoas envolvidas é maior do que o número de processos.

Além disso, processos sancionadores podem atribuir diversas condutas ilícitas aos acusados, de modo que o número de acusações é superior ao número de indiciados. Via de regra, a CVM julga e atribui penas separadamente para cada acusação, mas há casos em que foi estabelecido um valor conjunto para diversas condutas. Nesses, o valor foi distribuído entre as acusações.

De modo semelhante, algumas das propostas de TC envolvem mais de uma prática supostamente ilícita e pode existir mais de uma obrigação por TC. Nesses casos, foi considerado que há apenas uma proposta por proponente, embora as obrigações tenham sido contadas individualmente.

Para a citação dos dados e gráficos deste relatório, os autores sugerem a menção ao Núcleo de Estudos dos Mercados Financeiros 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: viviane.prado@fgv.br

Versão deste relatório: **19 de março de 2021.**



*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: VIVIANE.PRADO@FGV.BR