

NÚMEROS DO CRSFN EM CASOS DA CVM

ENFORCEMENT NO MERCADO DE
CAPITAIS BRASILEIRO



AUTORES



NÚMEROS DO CRSFN EM CASOS DA CVM

COORDENADORES

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

É professora da Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas (FGV Direito SP), onde coordena o Núcleo em Mercados Financeiros e de Capitais (MFCap). Doutora em Direito Comercial pela USP. Bacharel em Direito pela Universidade Federal do Paraná.

MARCOS GALILEU LORENA DUTRA (MARCOS.DUTRA@FGV.BR)

Bacharel e Mestre em Administração de Empresas pela EAESP/FGV. Bacharel e Doutor em Direito pela USP. Funcionário de carreira da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Professor dos cursos de pós graduação *lato sensu* da FGV Direito - SP (FGVLaw).

PESQUISADORES DE PÓS-GRADUAÇÃO

FERNANDA FARINA 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). Graduada em Direito pela Universidade Federal do Rio Grande do Sul. Advogada na área de direito societário e mercado de capitais.

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

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

NAHAMA GOMES (IVES.SANTOS@FGV.BR)

Mestre em Direito Constitucional pela Universidade Federal do Ceará (UFC). Doutoranda na Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas (FGV Direito SP). É pesquisadora bolsista do Núcleo em Mercados Financeiros e de Capitais (MFCap).

AUTORES



NÚMEROS DO CRSFN EM CASOS DA CVM

PESQUISADORES DE GRADUAÇÃO

LUIZ OTÁVIO ESTEVAM DA SILVA (ESTEVAM-LUIZ@HOTMAIL.COM)

Graduando em Direito pelo Mackenzie.

KARINA MAIONCHI JULIO (KARINADARC27@GMAIL.COM)

Graduanda em Direito na Escola de Direito da Fundação Getúlio Vargas (FGV Direito SP).

BRUNA MARIA SOUTO (SOUTOBRUNAMARIA@GMAIL.COM)

Graduanda em Direito na Escola de Direito da Fundação Getúlio Vargas (FGV Direito SP).

CIENTISTA DE DADOS

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

Graduado pela Universidade Federal do Rio Grande do Sul. Doutor e Mestre em Direito e Desenvolvimento pela Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getulio Vargas (FGV Direito SP). Foi pesquisador do Núcleo em Mercados Financeiros e de Capitais (MFCap) e no Laboratório de Dados e Pesquisa Empírica.

NÚMEROS DO CRSFN EM CASOS DA CVM EM 2023

05	Apresentação
06	Recursos ao CRSFN em 2023
07	Temas objeto de recursos ao CRSFN PRINCIPAIS CONSTATAÇÕES
08	O CRSFN reforma as decisões da CVM? RESULTADOS DOS JULGAMENTOS
10	Quais as reformas do CRSFN? COMO O CRSFN JULGA CASOS DA CVM COMO O CRSFN REFORMA CASOS DE MULTA IMPOSTAS PELACVM
13	Notas Metodológicas

CRSFN E SUA RELEVÂNCIA NA DINÂMICA SANCIONADORA

Para avaliar 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). Sua competência inclui a revisão das decisões condenatórias da CVM nos processos administrativos sancionadores (PAS) em que houve a interposição de recurso voluntário.

O funcionamento da instância recursal para avaliar recursos em face de decisões condenatórias de primeira instância, especialmente quando se trata de ilícitos praticados no mercado de capitais, é de extrema importância para o Sistema Financeiro Nacional. Representa um mecanismo fundamental para garantir a imparcialidade e a transparência em processos que envolvem questões financeiras complexas e potencialmente impactantes.

O CRSFN também desempenha papel fundamental na uniformização dos entendimentos em um campo especializado como o mercado de capitais, por meio de decisões consistentes e com previsibilidade. Assim, a existência da instância recursal no contexto dos ilícitos praticados no mercado de capitais é essencial para a manutenção da integridade do mercado, a atração de investimentos e o desenvolvimento econômico sustentável.

Considerado este importante papel de última instância administrativa decisória na atuação punitiva do Estado, a atividade do CRSFN merece estudos e pesquisas mais aprofundadas, para a melhor compreensão da dinâmica do sistema de enforcement no mercado de capitais brasileiro.

Pelo quarto ano seguido e complementando o já publicado relatório "Além dos números da CVM: Enforcement no Mercado de Capitais Brasileiro - 2023", o Núcleo de Estudos em Mercados Financeiros e de Capitais (MFCap) da FGV Direito SP apresenta uma síntese das atividades do órgão. Este relatório contém informações relativas a decisões proferidas pelo CRSFN em 2023, sobre os casos instruídos e julgados na 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 2023

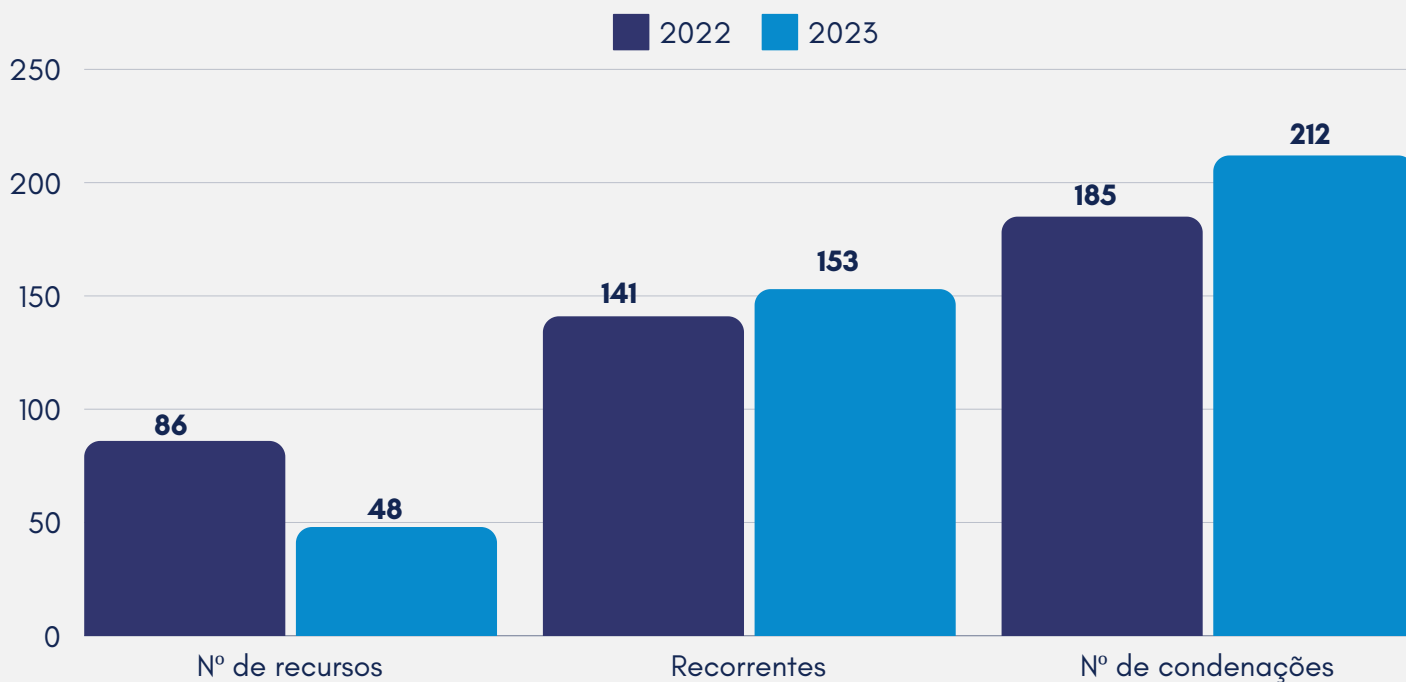
Observando o número de julgamentos em 2023 de recursos originários da CVM, nota-se um relevante **decréscimo** em relação ao ano de 2022.

Em **2023** foram julgados **48** recursos (menos 55,81% em relação ao ano anterior), enquanto no ano de **2022** foram julgados **86** recursos.

Esta redução, contudo, não é vista no número de recorrentes e condenações. Em **2023**, os recursos envolveram **153 recorrentes** e questionaram **212 condenações pela CVM**, sendo **168** de pessoas físicas e **44** de pessoas jurídicas.

Já em 2022, os recursos envolveram 141 recorrentes e questionaram 185 condenações, das quais 151 aplicadas a pessoas físicas e 34 a pessoas jurídicas. Portanto, o ano de 2023 teve um número menor de recursos, mas um quantitativo maior de condenações questionadas.

Considerada a metodologia utilizada pelo MFCap para a apuração dos resultados, **a diferença entre o número de condenações e recorrentes é explicada** pelo fato de que alguns recorrentes terem sofrido condenações – e apresentado recurso – em face de mais de uma conduta (imputação), no mesmo processo.



48

Recursos julgados advindos de processos da CVM

153

Recorrentes

212

Condenações da CVM foram objeto de recurso ao CRSFN

Temas objeto de recursos ao CRSFN

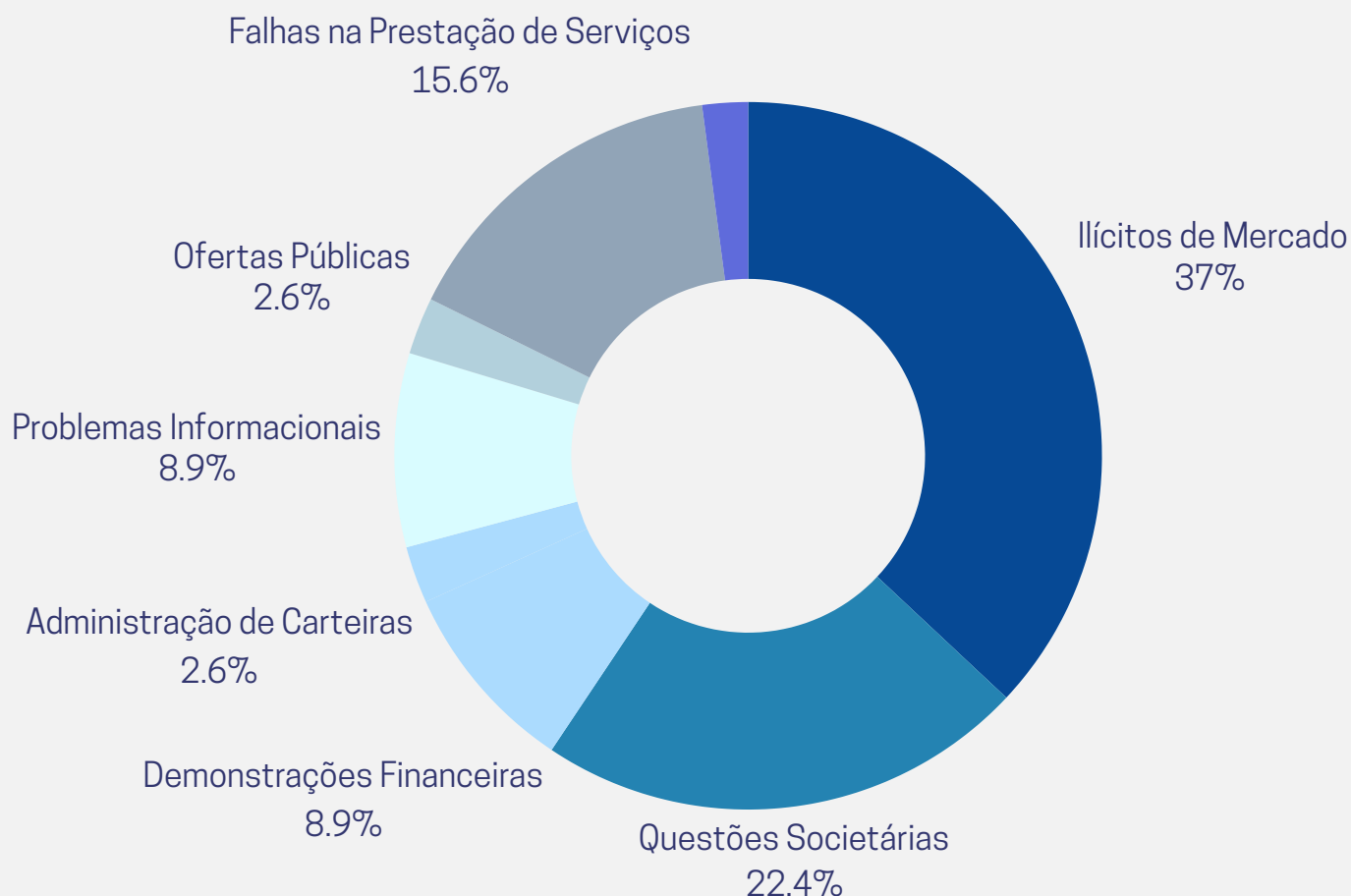
2023 2023 2023 2023

PRINCIPAIS CONSTATAÇÕES

A análise realizada pelo MFCap sobre os temas dos julgamentos aponta que a maior parte das **212 condutas analisadas e que foram objeto dos recursos** é referente a ilícitos de mercado (37%), seguidos por questões societárias (22,4%), falha na prestação de serviços (15,6%), demonstrações financeiras (8,9%), problemas informacionais (8,9%), ofertas públicas (2,6%) e administração de carteira (2,6%), e outros (2,1%).

Ainda que não tenha tratado dos mesmos processos decididos em primeira instância (nem sempre é possível ao Conselho apreciar em um mesmo ano decisão proferida pela CVM), como seria esperado, a predominância temática no CRSFN reflete o que se verifica nos **72 PAS julgados pela CVM ao longo de 2023**, nos quais problemas informacionais (12%) e ilícitos de mercado (17,6%) também apareceram com percentual representativo das acusações.

Gráfico 02 - Temas das condenações julgadas pelo CRSFN originárias da CVM em 2023



(*) para elaboração do gráfico, auditoria independente (3) e *insider trading* (1) foram agregados na categoria "outros".

O CRSFN reforma as decisões da CVM?



RESULTADOS DOS JULGAMENTOS (1/2)

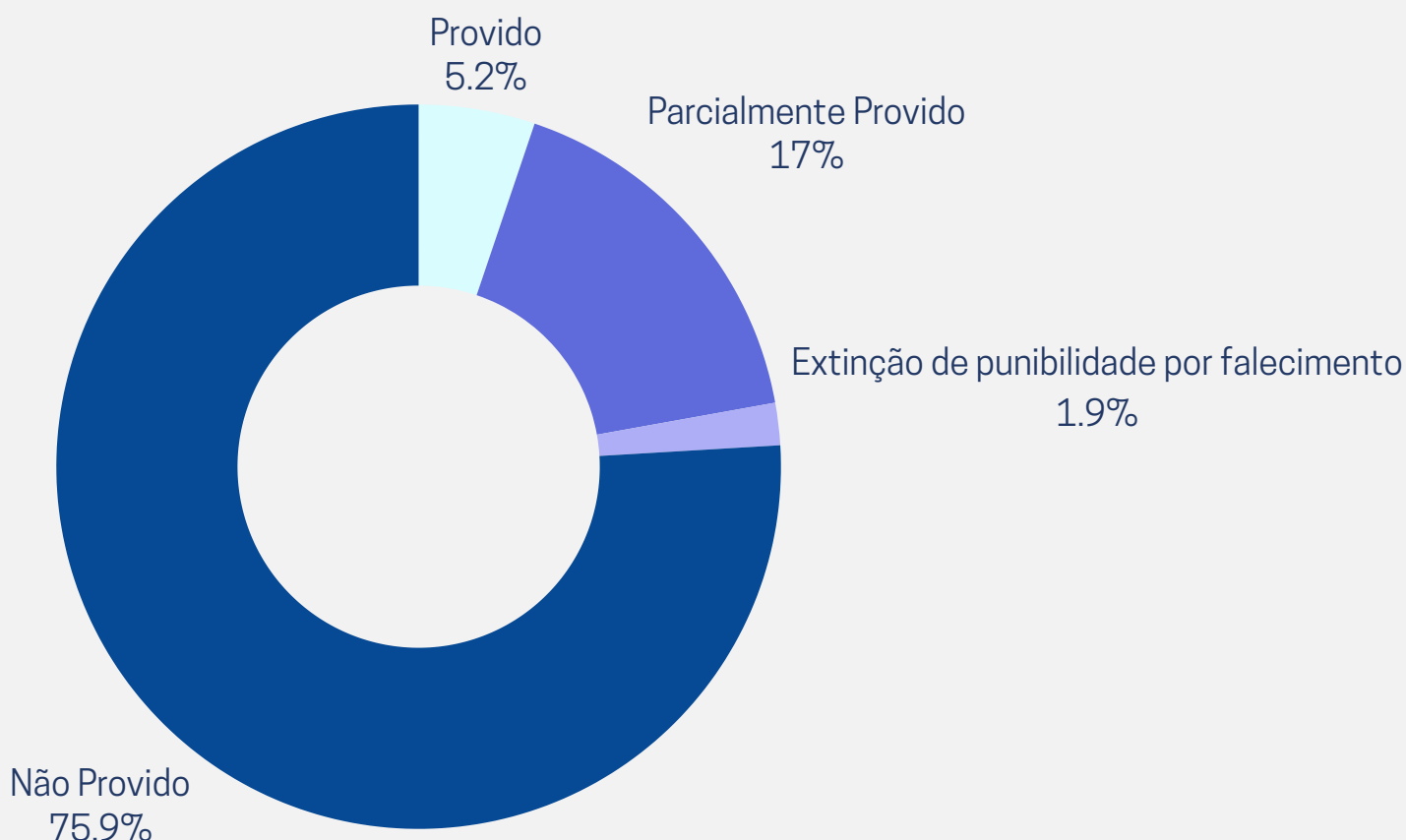
Sugerindo um certo alinhamento de entendimentos entre as diferentes instâncias, a partir dos dados de 2023, verifica-se a manutenção da tendência observada no ano anterior, pela qual **o CRSFN continua como órgão com uma baixa taxa de reforma das decisões de primeira instância**, pelo menos no que diz respeito a casos oriundos da CVM.

Em menos de 6% dos casos houve reforma total (provimento total do recurso, com absolvição do recorrente). Já em 17% dos casos analisados foi dado provimento parcial (isto é, casos em que houve modificação de apenas parte da decisão, como por exemplo, a redução do valor da multa).

Por consequência, em aproximadamente 75,9% das decisões do órgão de segunda instância administrativa não houve reforma da decisão da CVM, sendo mantidas como originalmente proferidas.

Demonstrando uma certa **estabilidade nos resultados**, a manutenção da decisão original também foi observada em 65% das condenações pela CVM, analisadas em 2022. Naquele ano, 25,9% dos recursos tiveram provimento parcial, 6,5% não foram conhecidos e apenas 2,2% das decisões contaram com reforma total da decisão.

Gráfico 03 - Resultados dos julgamentos do CRSFN em 2023 em condenações originárias da CVM



O CRSFN reforma as decisões da CVM?



RESULTADOS DOS JULGAMENTOS (2/2)

A partir dos dados de 2023, ainda que em certos casos a amostra de decisões para análise seja pequena, pode-se notar que a proporção de reformas das decisões originárias varia conforme a natureza da irregularidade objeto de condenação pela CVM. Na análise dos recursos relativos às 71 condutas caracterizadas como ilícitos de mercado (Instrução CVM n.º 08/78, atual Resolução CVM n.º 62/22), em apenas 3 houve provimento parcial pelo CRSFN, sendo todas as demais (68) não providas, mantidas, portanto, tal como decididas em primeira instância pela CVM.

Assim como observado em 2022, os dados de 2023 parecem sugerir que é difícil se identificar uma relação entre percentual de reformas e os temas objeto de recurso. Por exemplo, se observarmos os casos julgados em 2020, nas decisões relativas a ilícitos de mercado, mais de metade dos pedidos foram parcialmente providos, resultado muito diferente dos observados em 2022 e 2023.

Para os demais assuntos apreciados pelo CRSFN, os resultados variam significativamente, conforme demonstra a Tabela 1 a seguir.

Tabela 1 - Resultado dos julgamentos dos CRSFN por condenação de casos originários da CVM – 2023

	Não provido	Extinção da punibilidade por falecimento	Parcial provido	Provido
Administração de Carteiras	5	0	0	0
Auditoria independente	3	0	0	0
Demonstrações financeiras	9	0	4	4
Falhas na prestação de serviços	18	2	4	6
Ilícitos de mercado	66	2	3	0
Insider trading	0	0	1	0
Intermediação	7	0	4	0
Ofertas públicas	4	0	1	0
Outros	9	0	0	0
Problemas informacionais	12	0	5	0
Questões societárias	28	0	14	1

1

caso relativo a insider trading, com provimento parcial

11

decisões de integral provimento ao recurso, resultando em absolvição do recorrente

15

decisões relativas a questões societárias com mudança em relação à decisão de primeiro grau

Quais as reformas do CRSFN?

2023 2023 2023

AS PENALIDADES MAIS REFORMADAS PELO CRSFN

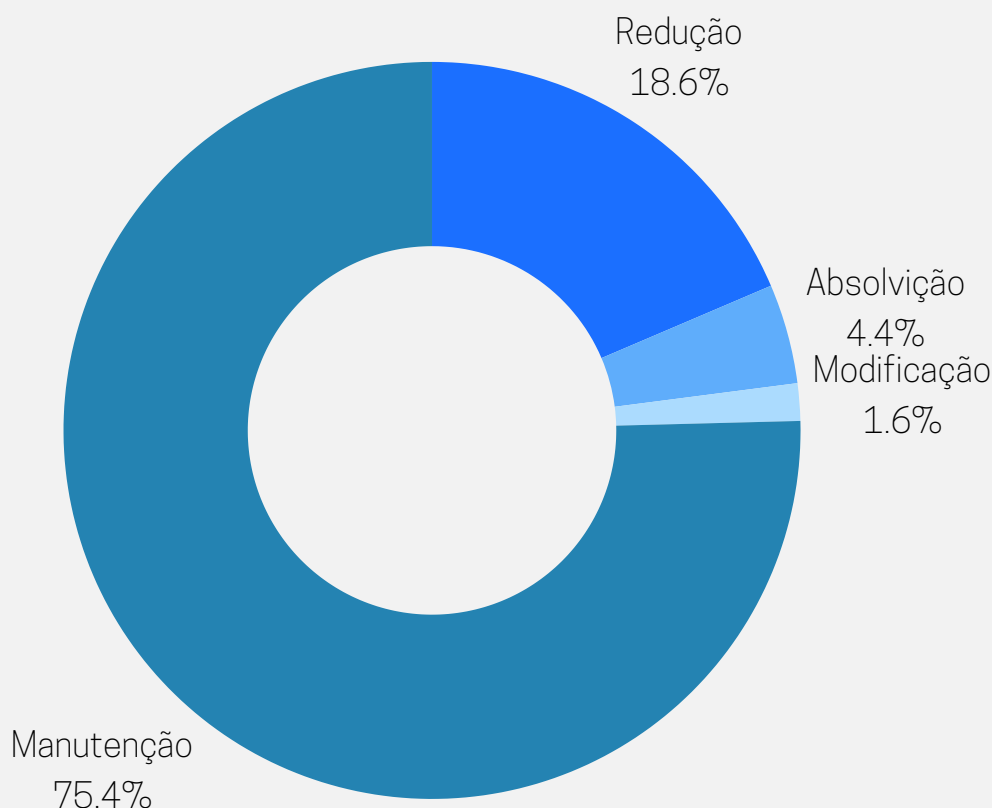
Na amostra analisada em 2023, a maioria das decisões de reforma pelo CRSFN no sentido de mitigação da pena ocorreu em decisões que utilizaram a penalidade pecuniária.

O resultado não chega a surpreender, pois, considerados as condenações levadas ao CRSFN, tal como em 2022, há uma prevalência absoluta das multas (183), seguidas pela advertência (16), inabilitação (7) e proibição (2).

Em relação às multas, que representam maioria dos pedidos de reforma ao CRSFN (183 casos), destaca-se que em 75.41% das condenações analisadas pelo Conselho a pena pecuniária foi mantida, enquanto em 18.58% houve redução, 4.37% absolvição e 1.64% foram modificadas. Em 25% dos casos cuja penalidade foi de advertência, houve absolvição.

Nos casos de penas de inabilitação e proibição, todas as decisões foram mantidas.

Gráfico 4 - Resultado dos julgamentos no CRSFN em 2022 em condenações à penalidade de multa pela CVM



183

condenações da CVM à pena de multa, discutidas no CRSFN em 2023

75%

das condenações à pena de multa pela CVM foram **mantidas** pelo CRSFN em 2023

23%

das condenações à pena de multa pela CVM tiveram o valor reduzido pela CRSFN em 2023

Quais as reformas do CRSFN?



COMO O CRSFN REFORMA CASOS DE MULTA IMPOSTAS PELA CVM

Em 2022, os números foram distorcidos por um único caso (PAS nº 2014/0578), que resultou em uma multa superior a R\$ 530 milhões. Já em 2023, os valores foram mais equilibrados, com penas pecuniárias de aproximadamente R\$ 85 milhões em decisões de primeira instância da CVM enviadas à segunda instância para análise. O maior ajuste ocorreu em um processo relacionados a ilícitos de mercado: nº SEI 10372.100118/2021-03, no qual a redução foi de R\$ 1.404.657,38 (multa inicial) para R\$ 450.000,00 (multa reduzida pelo CRSFN).

Portanto, a redução foi de R\$ 954.657,38, sendo o percentual de redução fixado em 67.96%.

Nas demais decisões, as reduções promovidas pelo CRSFN foram menores, mas, proporcionalmente, ainda significativas, com muitas multas sendo reduzidas em até 50%.

EM 2023 FOI REDUZIDO EM APROXIMADAMENTE 8,72% O VALOR DAS CONDENAÇÕES EM MULTA

8,72%

VALOR INICIAL DO MONTANTE

\$

R\$ 84 milhões

Valor inicial das multas aplicadas pela CVM e com recurso ao CRSFN em 2023.

VALOR FINAL DO MONTANTE

\$

R\$ 77 milhões

Esse foi o valor final das multas após a revisão das decisões da CVM pelo CRSFN em 2023.

Quais as reformas do CRSFN?

RADIOGRAFIA DOS VALORES REDUZIDOS NAS PENAS DE MULTA IMPOSTAS PELA CVM E REDUZIDAS PELO CRSFN EM 2023

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 2023

Conduta geral	Pena pecuniária inicial	Pena pecuniária final	Percentual de redução
Demonstrações financeiras	R\$ 75.000	R\$ 0	100%
Demonstrações financeiras	R\$ 85.000	R\$ 50.000	41%
Demonstrações financeiras	R\$ 100.000	R\$ 65.000	35%
Demonstrações financeiras	R\$ 150.000	R\$ 0	100%
Demonstrações financeiras	R\$ 200.000	R\$ 0	100%
Demonstrações financeiras	R\$ 250.000	R\$ 200.000	20%
Demonstrações financeiras	R\$ 300.000	R\$ 0	100%
Demonstrações financeiras	R\$ 400.000	R\$ 250.000	38%
Falhas na prestação de serviços	R\$ 50.000	R\$ 15.000	70%
Falhas na prestação de serviços	R\$ 150.000	R\$ 0	100%
Falhas na prestação de serviços	R\$ 150.000	R\$ 0	100%
Falhas na prestação de serviços	R\$ 150.000	R\$ 100.000	33%
Falhas na prestação de serviços	R\$ 300.000	R\$ 0	100%
Ilícitos de mercado	R\$ 300.000	R\$ 0	100%
Ilícitos de mercado	R\$ 500.000	R\$ 0	100%
Ilícitos de mercado	R\$ 500.000	R\$ 400.000	20%
Ilícitos de mercado	R\$ 1.404.657	R\$ 450.000	68%
Ilícitos de mercado	R\$ 1.404.657	R\$ 450.000	68%
Ilícitos de mercado	R\$ 3.245.456	R\$ 2.117.499	35%
Insider trading	R\$ 200.000	R\$ 100.000	50%
Intermediação	R\$ 50.000	R\$ 25.000	50%
Intermediação	R\$ 100.000	R\$ 50.000	50%
Intermediação	R\$ 100.000	R\$ 66.667	33%
Intermediação	R\$ 100.000	R\$ 66.667	33%
Ofertas públicas	R\$ 387.935	R\$ 0	100%
Problemas informacionais	R\$ 70.000	R\$ 35.000	50%
Problemas informacionais	R\$ 85.000	R\$ 50.000	41%
Problemas informacionais	R\$ 100.000	R\$ 50.000	50%
Problemas informacionais	R\$ 100.000	R\$ 65.000	35%
Problemas informacionais	R\$ 127.500	R\$ 85.000	33%
Questões societárias	R\$ 85.000	R\$ 35.000	59%
Questões societárias	R\$ 85.000	R\$ 35.000	59%
Questões societárias	R\$ 85.000	R\$ 35.000	59%
Questões societárias	R\$ 125.000	R\$ 75.000	40%
Questões societárias	R\$ 125.000	R\$ 75.000	40%
Questões societárias	R\$ 125.000	R\$ 75.000	40%
Questões societárias	R\$ 125.000	R\$ 75.000	40%
Questões societárias	R\$ 125.000	R\$ 75.000	40%
Questões societárias	R\$ 125.000	R\$ 75.000	40%
Questões societárias	R\$ 125.000	R\$ 75.000	40%
Questões societárias	R\$ 125.000	R\$ 75.000	40%
Questões societárias	R\$ 125.000	R\$ 75.000	40%
Questões societárias	R\$ 150.000	R\$ 0	100%
Questões societárias	R\$ 300.000	R\$ 150.000	50%
Questões societárias	R\$ 300.000	R\$ 200.000	33%

A pesquisa se limitou aos casos do CRSFN oriundos da CVM e as informações foram coletadas das atas e dos acórdãos dos julgamentos do CRSFN, que ocorrem mensalmente, disponíveis no sítio eletrônico do Ministério da Fazenda.

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 março de 2023 até janeiro de 2024.

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 48 casos ou recursos e 212 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 153 recorrentes.

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 dos professores 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: 05 de novembro de 2024

FGV DIREITO SP

NÚCLEO DE
MERCADOS
FINANCEIRO
E DE CAPITAIS



*Acesse nossa
página!*

RUA DR. PLÍNIO BARRETO, 365 - 12º ANDAR
BELA VISTA, SÃO PAULO.
CEP: 013330-000

EMAIL: MFCAP.DIREITOSP@FGV.BR



**Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)
(Câmara Brasileira do Livro, SP, Brasil)**

Números do CRSFN em casos da CVM [livro eletrônico] : enforcement no mercado de capitais brasileiro / coordenação Viviane Muller Prado , Marcos Galileu Lorena Dutra. -- 3. ed. -- São Paulo : Ed. dos Autores, 2024. PDF

Vários autores.
Vários colaboradores.
Bibliografia.
ISBN 978-65-01-21930-1

1. Comissão de Valores Mobiliários (CVM)
2. Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (CRSFN) 3. Direito administrativo
4. Mercado de capitais I. Prado, Viviane Muller.
II. Dutra, Marcos Galileu Lorena.

24-237485

CDU-347.731

Índices para catálogo sistemático:

1. Valores mobiliários : Mercado de capitais :
Direito comercial 347.731