

**UNIVERSIDADE FEDERAL FLUMINENSE
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM DIREITO CONSTITUCIONAL**

RODRIGO GARRIDO DIAS

**ANÁLISE DE DECISÕES DO COLEGIADO DA COMISSÃO DE VALORES
MOBILIÁRIOS E DO CONSELHO DE RECURSOS DO SISTEMA FINANCEIRO
NACIONAL EM PROCESSOS SANCIONADORES NO MERCADO DE CAPITAIS**

**NITERÓI/RJ
2020**

Rodrigo Garrido Dias

**ANÁLISE DE DECISÕES DO COLEGIADO DA COMISSÃO DE VALORES
MOBILIÁRIOS E DO CONSELHO DE RECURSOS DO SISTEMA FINANCEIRO
NACIONAL EM PROCESSOS SANCIONADORES NO MERCADO DE CAPITAIS**

Dissertação de mestrado de Rodrigo Garrido Dias apresentada como requisito parcial para obtenção do título de Mestre no Programa de Pós-Graduação em Direito Constitucional da Universidade Federal Fluminense.

Orientador: Prof. Dr. André Saddy.

**NITERÓI/RJ
2020**

SUMÁRIO

AGRADECIMENTOS.....	13
RESUMO	14
ABSTRACT	15
LISTA DE GRÁFICOS	16
LISTA DE TABELAS	17
LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS	18
INTRODUÇÃO	11
Delimitação do Objeto	12
Justificativa da escolha do tema.....	14
Problema.....	16
Estrutura da dissertação.....	16
CAPÍTULO 1 – O MERCADO DE CAPITAIS NO BRASIL	19
1.1 Mercado Financeiro	19
1.1.1 A ciência econômica e a intermediação financeira	19
1.1.2 Segmentos do Mercado Financeiro e Estrutura do Sistema Financeiro Nacional (SFN).....	21
1.2 Mercado de Capitais.....	25
1.2.1 Valores Mobiliários	25
1.2.2 Mercado de bolsas de valores, de balcão e bolsas de mercadorias e futuros.....	27
1.3 Comissão de Valores Mobiliários	29
1.3.1 Contexto de criação da CVM.....	29
1.3.2 Competências e atribuições da CVM	30
1.4 O Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (CRSFN).....	33
1.4.1 A Criação do CRSFN	33
1.4.2 Competência e atribuições do CRSFN	35
CAPÍTULO 2 – O PROCESSO SANCIONADOR NO MERCADO DE CAPITAIS	38
2.1 O Processo na CVM.....	38
2.1.1 Processo e Procedimentos.....	38
2.1.1.1 Procedimentos Ordinário e Simplificado	45
2.1.1.2 Penalidades aplicáveis	48
2.1.1.3 Recursos ao CRSFN	50
2.1.2 Mudanças no Regime Sancionador	51
2.1.2.1 A Lei 13.506/2017	52
2.1.2.2 Acordo de Supervisão	53
2.1.2.3 A Instrução CVM 607/2019.....	57

2.2 As Infrações Administrativas da Instrução CVM 08/1979	58
2.2.1 Criação de condições artificiais de demanda, oferta e preço (Infração 1).....	58
2.2.2 Manipulação de preços (Infração 2).....	59
2.2.3 Operação fraudulenta (Infração 3)	60
2.2.4 Prática não equitativa (Infração 4)	61
2.3 Uso de Informação Privilegiada ou Insider Trading (Infração 5).....	62
2.4 O Processo no CRSFN	65
CAPÍTULO 3 – METODOLOGIA E ANÁLISE DOS DADOS COLETADOS.....	67
3.1 A Metodologia utilizada na coleta de dados.....	67
3.1.1 Processos Julgados pelo Colegiado da CVM.....	69
3.1.2 Processos Julgados pelo CRSFN	77
3.2 Análise qualitativa de processos específicos	83
3.2.1 PAS 06/2007 - Recurso 14.404.....	83
3.2.2 PAS 12/2004 - Recurso 13.223.....	86
3.2.3 PAS 11/2008 - Recurso 13.454.....	89
3.2.4 PAS 13/2009 - Recurso 13.422.....	93
3.2.5 PAS 14/2001 - Recurso 8550.....	97
CONSIDERAÇÕES FINAIS	98
REFERÊNCIAS	101
APÊNDICES	110
APÊNDICE A – Quantidade de processos julgados por mês e ano (CVM).....	110
APÊNDICE B – Quantidade de acusações por pessoa física (CVM)	111
APÊNDICE C – Quantidade de acusações por pessoas jurídicas (CVM).....	134
APÊNDICE D – Quantidade de acusações por tipo de pessoa e por infração (CVM).....	141
APÊNDICE E – Quantidade de processos julgados por ano (CRSFN).....	142
APÊNDICE F – Quantidade de processos julgados por mês e ano (CRSFN).....	143
APÊNDICE G – Relação de recorrentes por processo (CRSFN)	144
APÊNDICE H – Relação de recorridos por processo (CRSFN).....	154
APÊNDICE I – Quantidade de recursos voluntários e de ofício por processo (CRSFN)	177
APÊNDICE J – Quantidade de recorrentes e recorridos por processo (CRSFN)	181
APÊNDICE K – Quantidade de recorrentes e recorridos por tipo de pessoa (CRSFN).....	188
APÊNDICE L – Decisões da CVM após o julgamento (CRSFN)	189
APÊNDICE M – Resultados das decisões (CRSFN)	190
APÊNDICE N – Alterações das decisões da CVM por penalidade (CRSFN)	191
APÊNDICE O – Fundamentação das decisões (CRSFN).....	192

AGRADECIMENTOS

À Universidade Federal Fluminense (UFF), ao Programa de Pós-Graduação em Direito Constitucional (PPGDC) e à Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior (CAPES) pela oportunidade de realizar o mestrado.

Ao meu orientador, Professor Doutor André Saddy, por todo o acompanhamento e orientação durante a jornada e pela amizade que se concretizou.

À minha família, especialmente, Marília e Valentina, pelo apoio incondicional e inspiração.

Aos queridos amigos, João Antônio Martins Krebs e Jefferson Viana Lima, por todo o carinho e suporte.

Ao final, agradeço a todos que contribuíram para conclusão dessa etapa importante de desenvolvimento acadêmico e pessoal.

RESUMO

Esta dissertação tem como tema a atuação da primeira e segunda instâncias administrativas do mercado de capitais no julgamento de acusações em Processos Administrativos Sancionadores. Para tanto, foi realizada pesquisa quantitativo-exploratória utilizando-se como técnica a análise de conteúdo. Foram coletados dados a partir de julgados do Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) para, em um segundo momento, encontrar o seu equivalente no Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (CRSFN). Os casos analisados possuem acusações de cometimento de, pelo menos, uma dentre as seguintes infrações administrativas: criação de condições artificiais de demanda, oferta e preço; manipulação de preços; operação fraudulenta; prática não equitativa e uso de informação privilegiada (*insider trading*). Os dados obtidos foram organizados em uma base de dados que permitiu a identificação dos processos, por seu número e data de julgamento; as acusações existentes de acordo com as infrações analisadas; os resultados dos julgamentos e as penalidades aplicadas; a fundamentação dos julgados em princípios, leis ou atos normativos do setor, bem como o tempo decorrido entre os julgamentos da primeira e segunda instâncias administrativas. As informações extraídas dos dados respondem ao problema de pesquisa que consiste em saber como decidem o Colegiado da CVM na aplicação de penalidades administrativas e o CRSFN na revisão dessas decisões e confirmam a hipótese principal do trabalho no sentido de que o CRSFN é deferente para com a maioria das decisões do Colegiado da CVM.

Palavras-chave: Sistema Financeiro Nacional; mercado de capitais; valores mobiliários; Processos Administrativos Sancionadores; infrações administrativas; penalidades administrativas.

ABSTRACT

This dissertation has a theme the performance of the first and second administrative instances of the capital market in the trial of accusations in administrative sanctioning processes. For that, quantitative-exploratory research was performed using content analysis technique. Data was collected from judgments of the Collegiate Commission of the Comissão de Valores Mobiliários (CVM) to, in a second moment, find its equivalent in Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (CRSFN). The analyzes cases have accusations of committing at least one of the following administrative infractions: creation of artificial conditions of demand, supply and price; price manipulation; fraudulent operation; unfair practice and use of insider trading. The data obtained were organized in a database that allowed the identifications of the cases, by their number and date of judgment; the existing charges according to the infractions analyzed; the results of trials and penalties applied; the reasoning of the judges on principles, laws or normative acts of the sector, as well as the time elapsed between the judgments of the first and second administrative instances. The information extracted from the data responds to the research problem of knowing how the CVM Board decides on the application of administrative penalties and the CRSFN in the review of these decisions and confirms the main hypothesis of the work in the sense that the CRSFN is deferential to the most decisions of the CVM Board.

Key-words: National Financial System; capital markets; securities; Sanctioning Administrative Processes; administrative infractions; administrative penalties.

LISTA DE GRÁFICOS

GRÁFICO 1 – Quantidade de processos julgados por ano (CVM).....	70
GRÁFICO 2 – Quantidade de acusados por pessoas físicas ou jurídicas (CVM).....	71
GRÁFICO 3 – Quantidade de acusações por pessoas físicas ou jurídicas	72
GRÁFICO 4 – Quantidade de acusações por pessoa física ou jurídica, segundo a infração ..	73
GRÁFICO 5 – Quantidade de processos por ano e infração (CVM)	74
GRÁFICO 6 – Conclusão do julgamento de acordo com a infração (CVM)	76
GRÁFICO 7 – Quantidade de processos por ano de julgamento (CRSFN)	78
GRÁFICO 8 – Quantidade de recorrentes e recorridos por pessoa física ou jurídica (CRSFN)	79
GRÁFICO 9 – Decisão por espécie de recurso, ofício ou voluntário (CRSFN).....	80
GRÁFICO 10 – Decisão da CVM após a apreciação do recurso na segunda instância (CRSFN).....	81
GRÁFICO 11 – Fundamentação dos julgados (CRSFN)	82

LISTA DE TABELAS

TABELA 1 - Quantidade de penalidades por infração (CVM).....	75
TABELA 2- Fundamentação dos julgados (CVM).....	77
TABELA 3- Fundamentação dos julgados (CVM).....	82
TABELA 4- Tempo médio de julgamento entre a primeira e a segunda instância (CVM).....	83

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ANBIMA – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais

BCB – Banco Central do Brasil

CAPES – Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior

CAS – Comitê de Acordo de Supervisão

CMN – Conselho Monetário Nacional

CNSP – Conselho Nacional de Seguros Privados

CNPC – Conselho Nacional de Previdência Complementar

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

CRSFN – Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional

FEBRABAN – Federação Brasileira de Bancos

FGV – Fundação Getúlio Vargas

MP – Medida Provisória

PAS – Processo Administrativo Sancionador

PFE – Procuradoria Federal Especializada

PIB – Produto Interno Bruto

PPGDC – Programa de Pós-Graduação em Direito Constitucional

PREVIC – Superintendência Nacional de Previdência Complementar

PUCSP – Pontifícia Universidade Católica de São Paulo

SFN – Sistema Financeiro Nacional

SPPC – Secretaria de Políticas de Previdência Complementar

SPS – Superintendência de Processos Sancionadores

SUSEP – Superintendência de Seguros Privados

UFF – Universidade Federal Fluminense

INTRODUÇÃO

O desenvolvimento de um país também está relacionado com a solidez de seu mercado financeiro e em especial do mercado de capitais¹.

O mercado de capitais cria as condições para que agentes econômicos poupadores emprestem diretamente a agentes tomadores que necessitem de volume de recursos e em certas condições que o mercado de crédito² não consegue disponibilizar³.

Em um modelo capitalista, o mercado de capitais aparece como provedor de recursos perenes em uma economia⁴. Está estruturado para realizar financiamentos de médio e longo prazo que possibilitam um fluxo contínuo de investimentos em infraestrutura e na geração de emprego.

Para que o mercado de capitais brasileiro funcione bem e tenha credibilidade, duas instituições desempenham papel importante, quais sejam: CVM e CRSFN.

A CVM, autarquia em regime especial⁵, criada pela Lei 6.385/1976, atua no desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil. Para tanto, possui atribuições que a habilitam a exercer suas atividades.

Dentre o seu elenco de atribuições, focou-se na atividade sancionadora que consiste na aplicação de penalidades contra condutas atentatórias ao bom funcionamento do mercado de capitais.

Sabe-se que essa atividade pode sofrer reanálise pelo CRSFN, que é a última instância administrativa decisória no nosso mercado de capitais. Trata-se, portanto, de uma atuação com repercussão na conduta dos agentes econômicos e no próprio funcionamento do mercado.

Assim, o trabalho apresenta o resultado de pesquisa que buscou dados sobre como a

¹ Sobre o tema, destaca-se o estudo denominado “Mercado de Capitais: caminho para o desenvolvimento” da ANBIMA (Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais). O trabalho revela a essencialidade desse mercado para o pleno funcionamento da economia do país. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/especial/mercado-de-capitais-caminho-para-o-desenvolvimento.htm Acesso em: 11 de novembro de 2019.

² O mercado de crédito atua por meio de operações de curto e médio prazo, valendo-se, para tanto, de instituições financeiras. Exemplo de instituições desse mercado são os bancos públicos e privados, como o Banco do Brasil e o Bradesco.

³ Materiais importantes sobre o mercado de crédito no Brasil são os estudos denominados “Panorama do Mercado de Crédito” publicados, mensalmente, pela FEBRABAN (Federação Brasileira de Bancos) em seu sítio eletrônico. Para mais informações, acesse: <https://portal.febraban.org.br/> Acesso em: 11 de novembro de 2019.

⁴ Destaca-se a tese de Carlos Kawall Leal Ferreira, defendida na UNICAMP, em 1995, com o título “O financiamento da indústria e infra-estrutura no Brasil: crédito de longo prazo e mercado de capitais”. Acesse: <http://repositorio.unicamp.br/jspui/handle/REPOSIP/286353>. Acesso em: 11 de novembro de 2019.

⁵ A CVM foi criada pela Lei 6.385/1976, como autarquia em regime comum de acordo com o tratamento jurídico conferido pelo Decreto-Lei 200/1967. Com a Medida Provisória 8/2001, posteriormente convertida na Lei 10.411/2002, ela passou a ser uma autarquia em regime especial vinculada ao Ministério da Fazenda. Na atual estrutura administrativa do Poder Executivo Federal, o Ministério da Fazenda foi transformado em Ministério da Economia, segundo a Medida Provisória 870/2020, posteriormente convertida na Lei 13.844/2020.

CVM⁶ decide em matéria de aplicação de penalidades administrativas nos processos sancionadores por ela julgados; e como o CRSFN avalia essas decisões em sua tarefa revisional. Para tanto, pretende-se contribuir com informações que possam orientar a governança corporativa das empresas (agentes econômicos) e seus programas de *compliance*, dos que atuam com desenhos institucionais e mesmo dos investidores que assim podem compreender melhor como são aplicadas penalidades administrativas àqueles que infringem as regras do mercado de capitais.

Delimitação do Objeto

Para obter dados a respeito da aplicação de penalidades administrativas pela CVM e da revisão pelo CRSFN, foi feita uma especificação das acusações de cometimento de certas infrações dentro dos processos e um recorte temporal para a coleta desses dados.

Estabeleceram-se três premissas para a escolha das infrações: a) as classificadas como graves⁷ de forma a seguir o procedimento ordinário; b) as que possibilitassem avaliar como a CVM aplica penalidades e o CRSFN as revisa dentro de uma linha de tempo mais longa de análise e c) as que oferecessem um número mínimo de processos para coleta dos dados.

⁶ Optou-se por utilizar a expressão CVM no presente trabalho para fins de simplificação. Em realidade, são analisados os julgados proferidos pelo Colegiado da Autarquia. Esse é o órgão julgador da primeira instância do mercado de capitais.

⁷ O anexo 64, da Instrução CVM 607, de 17 de junho de 2019, traz o elenco de infrações graves. As infrações sob estudo e numeradas como 1, 2, 3 e 4 estão contempladas no inciso III, art. 1º, do Anexo; e a infração 5 está no rol do inciso I do mesmo artigo.

Há um elenco vasto de infrações que se enquadram nessas três premissas⁸, contudo, foram escolhidas 05 (cinco) infrações⁹ qualificadas pela doutrina dentre as principais¹⁰, a saber: a) criação de condições artificiais de demanda, oferta e preço; b) manipulação de preços; c) operação fraudulenta; d) prática não equitativa e e) uso de informação privilegiada (*insider trading*)¹¹.

⁸ A título exemplificativo, ilustra-se com as seguintes infrações: 1) abuso de direito de voto e conflito de interesses (art. 115 da Lei das S.A.); 2) desvio de finalidade do poder de controle (art. 116 da Lei das S.A.); 3) abuso do poder de controle (art. 117 da Lei das S.A.); 4) violação ao dever de diligência do administrador (art. 153 da Lei das S.A.); 5) desvio de poder do administrador (art. 154, *caput*, e §§1º e 2º); 6) violação ao dever de lealdade (art. 155, *caput*, da Lei das S.A.); 7) violação ao dever de sigilo (art. 155, §1º, da Lei das S.A.); 8) conflito de interesses do administrador (art. 156, *caput* e §1º, da Lei das S.A.); 9) violação dos deveres de membro do Conselho Fiscal (art. 165, *caput*, da Lei das S.A.); 10) desvio de finalidade ou exercício abusivo da função de membro do Conselho Fiscal (art. 165, §1º, da Lei das S.A.); 11) conivência ou concorrência do membro do Conselho Fiscal com ato ilícito praticado por outro membro (art. 165, §2º, da Lei das S.A.); 12) pagamento irregular de dividendos (art. 201 da Lei das S.A.); 13) não declaração do dividendo mínimo obrigatório (art. 202, *caput*, da Lei das S.A.); 14) em caso de não distribuição de dividendo mínimo obrigatório, a falta de registro como reserva especial, ou o não pagamento quando a situação financeira o permitir, se a reserva não tiver sido absorvida por prejuízo em exercícios subsequentes (art. 202, §5º, da Lei das S.A.); 15) não distribuição, como dividendos, dos lucros não destinados à reserva legal (art. 193 da Lei das S.A.), 16) não distribuição, como dividendos, dos lucros não destinados às reservas estatutárias (art. 194 da Lei das S.A.), 17) não distribuição, como dividendos, dos lucros não destinados às reservas para contingência (art. 195 da Lei das S.A.), 18) não distribuição, como dividendos, dos lucros não destinados à reserva de incentivos fiscais (art. 195-A da Lei das S.A.), 19) não distribuição, como dividendos, dos lucros não destinados à reserva de retenção de lucros (art. 196 da Lei das S.A.), 20) ou não distribuição, como dividendos, dos lucros não destinados à reserva de lucros a realizar (art. 197 e art. 202, §6º, da Lei das S.A.); 21) não pagamento de dividendos àquele que, na data de sua declaração, esteja inscrito como proprietário ou usufrutuário da ação nominativa (art. 205, *caput*, da Lei das S.A.); 22) não pagamento dos dividendos no prazo de 60 dias, ou outro prazo estipulado pela assembleia geral, ou, em qualquer caso, dentro do exercício social (art. 205, §3º, da Lei das S.A.); 23) operações não comutativas entre partes relacionadas (art. 245 da Lei das S.A.); 24) não realização de Oferta Pública de Ações por alienação de controle (art. 254-A, *caput*, da Lei das S.A.); 25) violação, pelos administradores de sociedades filiadas, de orientação geral e instruções expedidas pelo grupo de sociedades (art. 273 da Lei das S.A.); 26) descumprimento de determinação da CVM para republicação com correções ou aditamentos, de demonstrações financeiras, relatórios ou informações divulgadas (art. 9º, IV, da Lei 6.385/1976);

⁹ Importa destacar que no mercado de capitais penalidades administrativas são aplicadas também a partir de verdadeiros *standarts* legais o que levanta a discussão a respeito de possível violação ao princípio da tipicidade. Sobre o tema: EIZIRIK, Nelson et al. Mercado de Capitais: regime jurídico. 2. ed. revisada e atualizada. Rio de Janeiro: Renovar, 2008. p. 288.

¹⁰ Sobre essa qualificação, por todos, Nelson Eizirik: *Os principais ilícitos administrativos e penais contidos na legislação sobre o mercado de capitais são: a manipulação do mercado; a criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários; as operações fraudulentas; as práticas não equitativas; o uso indevido de informação privilegiada (insider trading); e o exercício irregular de cargo, profissão ou atividade*. EIZIRIK, Nelson et al. Mercado de Capitais: regime jurídico. 2. ed. revisada e atualizada. Rio de Janeiro: Renovar, 2008. p. 519.

¹¹ A infração de exercício irregular de cargo, profissão ou atividade – apesar de classificada pela doutrina como principal – não foi incluída na pesquisa, pois foram encontrados apenas 13 (treze) processos no período estabelecido como data de corte. Isso contraria a terceira premissa, qual seja, de oferecer uma base mínima de julgados para análise. Já as outras cinco infrações qualificadas como principais apresentaram já no primeiro levantamento base suficiente de julgados para análise, sem depuração, a saber: a) criação de condições artificiais de demanda, oferta e preço (26 processos); b) manipulação de preços (48 processos); c) operação fraudulenta (144 processos); d) prática não equitativa (66 processos) e e) uso de informação privilegiada (*insider trading*) (84 processos).

Escolheu-se ainda trabalhar apenas com as decisões disponibilizadas nos sítios eletrônicos da CVM e do CRSFN¹² permitindo, assim, avaliar de forma indireta o próprio processo de transparência dessas instituições.

Destaca-se ainda que foi priorizada a análise quantitativa de dados obtidos a partir de dos processos encontrados na primeira e segunda instâncias administrativas do mercado de capitais¹³.

Outro ponto que merece ser destacado é que não interessaram para o escopo do trabalho eventuais desdobramentos judiciais advindos desses processos julgados, nem tampouco se efetivamente as multas aplicadas, só para citar um exemplo, tiveram efetividade e mesmo se foram recolhidas ao erário público¹⁴. São todos temas que gerariam excelentes pesquisas, mas não serão abordados no presente trabalho.

Não se trata também de um trabalho sobre teoria do Processo Administrativo Sancionador, visto que foca na análise de dados a respeito de como decidem a primeira e segunda instâncias do mercado de capitais. Eventual capítulo teórico sobre esse tema não auxiliaria no esclarecimento do objeto central da pesquisa que é saber como a CVM aplica penalidades e como o CRSFN revisa as decisões da autarquia.

Igualmente, o trabalho não aborda aspectos relativos à regulação do mercado de capitais¹⁵ - trata-se de tema bastante estudado e com importantes publicações já realizadas¹⁶.

O intuito, consoante já salientado, é se ater ao conjunto de dados oriundos dos julgados analisados buscando extrair deles informações que permitam uma análise a respeito de como decidem as instituições pesquisadas.

Justificativa da escolha do tema

O tema objeto do trabalho foi escolhido quando da realização da disciplina de

¹² O processo mais antigo encontrado foi o Processo Administrativo Sancionador (PAS) 09/1999, julgado em 25/01/2000 pelo Colegiado da CVM. A explicação mais detalhada a respeito da metodologia será feita no Capítulo 3 do presente trabalho.

¹³ Alguns processos que, pelo resultado dos seus julgamentos, chamaram a atenção terão um olhar mais detido (qualitativo) no Capítulo 3 do trabalho.

¹⁴ Auditoria realizada pelo TCU investigou, em 2017, a efetividade de multas aplicadas por agências reguladoras brasileiras. Para saber mais, acesse: <https://portal.tcu.gov.br/imprensa-2/news/multas-administrativas-de-orgaos-reguladores-nao-sao-amplamente-divulgadas.htm>. Acesso em: 10 de setembro de 2019.

¹⁵ É notório o papel central da CVM, e de forma indireta do próprio CRSFN, na regulação do mercado de capitais, contudo, para os fins do presente trabalho, não será abordado esse aspecto considerando o objeto da pesquisa que está voltado à análise de decisões.

¹⁶ Destaca-se a dissertação de Alexandre Zanotta, defendida na Pontifícia Universidade Católica de São Paulo (PUCSP), em 2005, com o título “Regulação e Auto Regulação no Mercado de Capitais Brasileiro”. Acesse: <https://tede2.pucsp.br/handle/handle/9113>. Acesso em: 5 de outubro de 2019.

Metodologia da Pesquisa Científica¹⁷, do PPGDC, a qual proporcionou debates profícuos a respeito do papel da pesquisa empírica para as ciências sociais e, em especial, para o direito.

Claro que, em todas essas discussões, esteve sempre assente a natureza relativa do conhecimento científico. Sobre esse ponto específico, salienta Pedro Demo:

Assim, a primeira conclusão a ser colhida é a de que a demarcação científica tem valor certamente relativo; é o caso típico de uma discussão, ou seja, de algo por definição discutível. A demarcação científica das ciências sociais, mantendo-se coerente com o ponto de partida, há de aceitar que é uma proposta entre outras sempre possíveis. Apresentamos nada mais que uma forma de se ver ciência, aceitável na medida de sua fundamentação¹⁸.

Bachelard também aborda a problemática do conhecimento científico:

Entretanto, é uma redução no alcance do determinismo que tem de ser aceita por quem deseja passar do espírito filosófico ao espírito científico. É preciso afirmar que tudo não é possível na cultura científica e que só se consegue reter o possível, na cultura científica, daquilo de que se demonstrou a possibilidade¹⁹.

Menciono também o apoio do orientador da presente pesquisa, Prof. Dr. André Saddy, que enquanto entusiasta da pesquisa empírica, criou, no Rio de Janeiro, o Centro para Estudos Empírico Jurídico (CEEJ)²⁰.

A partir desse ponto, vislumbrou-se a possibilidade de realizar pesquisa sobre o processo sancionador no mercado de capitais. Só que o enfoque desejado desde o início, como salientado, era de análise de decisões, por isso optou-se por uma pesquisa empírica que explorou o potencial de informações possíveis de serem extraídas dos julgados da CVM e do CRSFN, também conhecer melhor como essas duas instituições decidem.

Pretende-se, assim, com o trabalho, aprofundar a discussão a respeito da atuação da primeira e segunda instâncias administrativas do mercado de capitais e mais que isso informar aos agentes econômicos sobre como a CVM e o CRSFN apreciam e resolvem os casos.

Por fim, importa assinalar que a pesquisa apresentada nesta dissertação está em conformidade com a Linha 01 de pesquisa do PPGDC da UFF, denominada Instituições, Administração Pública e Jurisdição Constitucional; visto que enfoca no desempenho da

¹⁷ Disciplina obrigatória da grade do Programa de Pós-graduação em Direito Constitucional (PPGDC) da Universidade Federal Fluminense (UFF), ministrada pelo Prof. Dr. Enzo Bello, no primeiro semestre de 2018.

¹⁸ DEMO, Pedro. *Introdução à Metodologia da Ciência*. 2. ed. São Paulo: Ed. Atlas, 1985. p. 42.

¹⁹ BACHELARD, Gaston. *A formação do espírito científico: contribuição para uma psicanálise do conhecimento*. Rio de Janeiro: Contraponto, 1996. p. 272.

²⁰ O CEEJ tem como referência o *Centre for Socio-Legal Studies (CSLS)*, da Universidade de Oxford, tanto que tem um de seus membros mais renomados como presidente honorífico do CEEJ. Fala-se do Professor Doutor Denis J. Galligan. Para saber mais, acesse: <http://www.cej.com.br/> Acesso em: 10 de outubro de 2019.

Administração Pública, *in casu*, da CVM, no exercício da sua atividade sancionadora e do CRSFN, na tarefa de revisor dos processos sancionadores originários da autarquia.

A Linha 01 do PPGDC da UFF possibilita investigações científicas centradas no funcionamento do Estado brasileiro a partir dos diferentes ramos do direito público que conformam as nossas instituições, dentre eles, o direito administrativo e, nesse sentido, compreende-se que o presente trabalho se amolda perfeitamente a esse propósito de investigação²¹.

Problema

Karl Popper destaca a centralidade do problema de pesquisa como premissa indispensável de toda empreitada do conhecimento, vejamos:

Se é possível dizer que a ciência, ou o conhecimento, "começa" por algo, poder-se-ia dizer o seguinte: o conhecimento não começa de percepções ou observações ou de coleção de fatos ou números, porém, começa, mais propriamente, de problemas. Poder-se-ia dizer: não há nenhum conhecimento sem problemas²².

Como já adiantado, o problema da presente pesquisa é o seguinte: *como decidem o Colegiado da CVM na aplicação de penalidades administrativas e o CRSFN na revisão dessas decisões?*

E, nesse aspecto, a hipótese principal é que a segunda instância administrativa do Mercado de Capitais Brasileiro, *in casu*, o CRSFN, é deferente para com a maioria das decisões tomadas pela CVM, o que levanta a discussão a respeito de qual o seu papel no sistema de *enforcement*²³ das regras do mercado.

Estrutura da dissertação

A dissertação descreve pesquisa que analisou decisões administrativas. Logo, o trabalho está estruturado para conferir destaque aos dados efetivamente coletados e extraídos dos julgados.

Pretendeu-se, assim, fugir da lógica parecerística que aflige muitas pesquisas na área do Direito. Para Horácio Vanderlei Rodrigues:

²¹ Sobre as linhas de pesquisa do PPGDC da UFF, acesse: <http://ppgdc.sites.uff.br/apresentacao/linhas-de-pesquisa/> Acesso em: 5 de setembro 2019.

²² POPPER, Karl Raymund. Lógica das ciências sociais. 3. ed. Rio de Janeiro: Tempo Brasileiro, 2004. p. 14.

²³ Na tradução livre do inglês, significa a adesão às normas do sistema. Trata-se, portanto, de tema ligado à efetividade na Teoria do Direito. Sobre a efetividade das normas, recomenda-se: SGARBI, Adrian. *Introdução à Teoria do Direito*. São Paulo: Marcial Pons, 2013. p. 94.

a produção do conhecimento na área do Direito sofre dessa disfunção histórica: ela repete no campo científico a mesma estrutura da pesquisa técnico-profissional, que é a busca de informações e a construção de argumentos para comprovar a hipótese apresentada, omitindo ou ignorando os argumentos ou informações que podem refutá-la. Em outras palavras, a pesquisa que se afirma científica na área do Direito, também, é parecerística, e sempre comprova a hipótese proposta. Dessa feita, a pesquisa não parte de uma hipótese que pode ser refutada ou corroborada, mas de uma verdade que será justificada por meio de argumentos que lhe são favoráveis²⁴.

Na esteira do pensamento de Felipe Morettini e Emerson Gabardo, afirma-se a possibilidade de utilização do método quantitativo nas ciências sociais. Afirmam os referidos autores:

A objetividade está relacionada muitas vezes a ideia de quantificação que permite ao pesquisador sistematizar fatos para posterior análise em função da frequência em que eles ocorrem ou em que quantidade. Esta quantificação nas ciências sociais não pode seguir a lógica do falso versus verdadeiro para pensar a realidade, que deve ser substituída por outros conceitos, como o de probabilidade e o de estimativas. Estes irão, justamente, refutar alguns argumentos contrários à impossibilidade de utilização do método quantitativo nas ciências sociais, que se baseiam naquela lógica. A probabilidade leva em consideração que valores e números não podem ser quantidades exatas, mas aproximadas. Portanto, ao se utilizar a quantificação a partir da probabilidade na análise de decisões judiciais, obtêm-se resultados aproximados e não uma verdade absoluta. Os números analisados indicarão uma tendência²⁵.

A dissertação, em seu Capítulo 1, aborda o mercado de capitais brasileiro e o seu papel no desenvolvimento econômico. São apresentadas noções sobre o mercado financeiro e o Sistema Financeiro Nacional (SFN). Trata-se ainda do conceito de valores mobiliários e da distinção entre bolsas de valores, de balcão e de mercadorias e futuros. Conclui destacando o contexto de criação, competências e atribuições da CVM e do CRSFN.

No Capítulo 2, verifica-se o processo sancionador no mercado de capitais. Para tanto, disserta-se sobre o processo na CVM com ênfase aos procedimentos, penalidades aplicáveis e recursos cabíveis. Fala-se ainda sobre algumas das principais mudanças ocorridas no processo sancionador da autarquia, a saber: a Lei 13.506/2017 e o acordo de supervisão por ela introduzido, bem como, a Instrução CVM 607/2019, que dispõe sobre o novo processo sancionador da CVM. Por fim, discorreu-se sobre as infrações administrativas analisadas na pesquisa e o processo no âmbito do CRSFN.

O Capítulo 3, último da dissertação, apresenta a metodologia utilizada, descreve e observa quantitativamente e qualitativamente os dados encontrados. Esses dados são ilustrados

²⁴ RODRIGUES, Horácio Wanderlei. Conhecer direito I: a teoria do conhecimento no século XX e a ciência do direito. Florianópolis: FUNJAB, 2012. p. 93.

²⁵ GABARDO, Emerson; MORETTINI, Felipe Tadeu Ribeiro. Institucionalismo e Pesquisa Quantitativa como Metodologia de Análise de Decisões Judiciais. Revista da Faculdade de Direito da UFMG, Belo Horizonte, n. 63, pp. 151-180, jul./dez./2003. p. 153.

a partir de gráficos e de tabelas; e alguns processos, que chamaram a atenção pelo resultados dos seus julgamentos, recebem um olhar qualitativo por meio qual são descritas as condutas sob acusação e o entendimento da CVM e do CRSFN para o caso.

CAPÍTULO 1 – O MERCADO DE CAPITAIS NO BRASIL

O presente capítulo aborda o mercado de capitais. Principia pela noção de economia e intermediação financeira para depois tratar dos segmentos do mercado financeiro e da estrutura do Sistema Financeiro Nacional (SFN). A partir disso, chega à definição de valores mobiliários e posteriormente diferencia bolsas de valores, de balcão e de mercadorias e futuros. Ao final, trata do contexto de criação da CVM e do CRSFN e de suas competências e atribuições.

1.1 Mercado Financeiro

1.1.1 A ciência econômica e a intermediação financeira

A economia está presente na vida de todos nós. Os meios de comunicação diariamente trazem informações sobre ela. Temas como desemprego e taxas de juros acabam por fazer parte do nosso cotidiano. Mas, afinal de contas, o que é a economia?

Braga e Vasconcellos assim a definem:

ciência social que estuda como o indivíduo e a sociedade decidem (escolhem) empregar recursos produtivos escassos na produção de bens e serviços de modo a distribuí-los entre as várias pessoas e grupos da sociedade, a fim de satisfazer as necessidades humanas da melhor maneira possível²⁶.

Verifica-se que a alocação de recursos escassos está no cerne das preocupações da ciência econômica. Não é diferente para as sociedades contemporâneas. Muitas famílias almejam padrões de consumo acima da sua capacidade. Outras sequer dispõem do mínimo para uma existência digna. Importante desafio que enfrentam os países, portanto, em face da necessidade de equalizar oferta de empregos de um lado e limitação de recursos disponíveis²⁷ de outro.

Certo é que o funcionamento do sistema econômico depende das decisões dos agentes econômicos²⁸ que formam uma complexa rede de interações na qual famílias oferecem o trabalho, o capital e os bens imóveis, em troca de salário, juros, lucros e aluguéis. Com essa renda, as famílias adquirem os produtos e os serviços oferecidos pelas empresas. O governo,

²⁶ BRAGA, Márcio Bobik; DE VASCONCELLOS, Marco Antônio Sandoval. Introdução à Economia. In: PINHO, Diva Benevides (Org.). Introdução à Economia. São Paulo: Saraiva, 2011. p. 3.

²⁷ Fala-se tanto de recursos financeiros, quanto naturais e tecnológicos.

²⁸ Famílias, empresas e governo são peças centrais dessa engrenagem econômica.

por sua vez, recolhe tributos dessas famílias e empresas e retribui para a sociedade em forma de atuações destinadas à concretização do interesse público²⁹.

Considerando as possíveis decisões econômicas que uma família pode tomar como, por exemplo, comprar um carro ou vender um imóvel, há uma decisão, em especial, que é essencial para entendermos o funcionamento do sistema financeiro. Trata-se da decisão de poupar recursos³⁰.

Investir parte do capital da família, seja por motivo de segurança financeira ou mesmo pensando na aposentadoria, gera a poupança. Esta gama de recursos poupados, por sua vez, pode servir para as empresas realizarem um incremento em seu parque industrial ou mesmo para o governo tomar recursos no mercado e assim realizar investimentos públicos.

A questão crucial é aproximar quem poupa recursos de quem precisa deles. Se cada família tivesse que buscar diretamente um tomador dos recursos que ela deseja ofertar ou vice-versa, dificilmente teríamos negócios concretizados. E é nesse contexto que aparecem as instituições que realizam justamente a aproximação e a intermediação entre poupadores e tomadores de recursos.

Alexander Pierre Faure³¹ conceitua o sistema financeiro:

is a set of arrangements/conventions embracing the lending and borrowing of funds by non-financial economic units and the intermediation of this function by financial intermediaries in order to facilitate the transfer of funds, to create additional money when required, and to create markets in debt and equity instruments (and their derivatives) so that the price and allocation of funds are determined efficiently³²

Essa transferência de fundos possibilitada por instituições se consubstancia em fluxos financeiros que criam o mercado financeiro.

O mercado financeiro e seus segmentos serão o tema do próximo tópico do trabalho.

²⁹ O Prof. Dr. Philip Gil França escreveu artigo sobre o conceito de interesse público e o papel do Estado na sua concretização. Disponível em: <http://www.direitodoestado.com.br/colonistas/phillip-gil-franca/interesse-publico-um-conhecido-conceito-nao-indeterminado>. Acesso em: 5 de setembro de 2019.

³⁰ Relatos apontam que o crédito foi inventado na Mesopotâmia. Estudo publicado com o título “Da história do Crédito: da Mesopotâmia aos Médicos e a expansão do modelo de negócio bancário”, de autoria de Paulo Henrique Carvalho Rodrigues, Walter Jayme Neto e Rildo Mourão Ferreira, aborda com detalhes o tema. Para saber mais, acesse: <http://periodicos.unievangelica.edu.br/index.php/revistajuridica/article/view/1077> Acesso em: 10 de junho de 2019.

³¹ FAURE, Alexander Pierre. Financial System: an introduction. London: Bookboon, 2013. p. 8.

³² Em tradução livre: acordos e/ou convenções que possibilitam a transferência de recursos por intermediários financeiros, criando dinheiro adicional quando necessário e possibilitando mercados onde o preço e a locação de recursos sejam determinados com eficiência.

1.1.2 Segmentos do Mercado Financeiro e Estrutura do Sistema Financeiro Nacional (SFN)

O mercado de intermediações (mercado financeiro) viabilizado por esse conjunto de instituições e instrumentos (sistema financeiro) foi se diversificando. Hoje, podemos falar em quatro mercados decorrentes daquele: o monetário, o de câmbio, o de crédito e o de capitais.

Pablo Larraga³³ caracteriza o mercado monetário: “*es aquel mercado, o conjunto de mercados financieros, donde se negocia dinero y/o activos financieros a corto plazo.*”³⁴

Além da centralidade da moeda, outra marca que notabiliza esse mercado são as transferências de recurso em geral com prazo curtíssimo (24 horas). Exemplos, são as movimentações entre as próprias instituições financeiras.

O mercado monetário se destina ainda à verificação da liquidez da própria economia, ou seja, caso o aporte de dinheiro no mercado esteja maior do que o desejado o governo vai lá e extrai moeda. Caso a quantidade seja inferior, ele pode intervir colocando recursos.

Outro mercado importante é o de câmbio. Esse cuida das trocas de moedas estrangeiras por moeda nacional e é regulado e fiscalizado pelo Banco Central do Brasil (BCB).

Sobre o mercado cambial, destaca Assaf Neto:

O mercado cambial é o segmento financeiro em que ocorrem operações de compras e vendas de moedas internacionais conversíveis, ou seja, em que se verificam conversões de moeda nacional em estrangeiras e vice-versa. Esse mercado reúne todos os agentes econômicos que tenham motivos para realizar transações com o exterior, como operadores de comércio internacional, instituições financeiras, investidores e bancos centrais, que tenham necessidades de realizar exportações e importações, pagamentos de dividendos, juros e principal de dívidas, royalties e recebimentos de capitais e outros valores³⁵.

Possui ainda uma relação direta com a política cambial, ou seja, medidas que um país implementa objetivando controlar a sua relação com moedas de outros países³⁶.

Basilar também no funcionamento da economia é o mercado de crédito. Identifica-se por operações de curto e médio prazo nas quais as instituições financeiras captam dinheiro diretamente e emprestam às famílias ou empresas, sendo remuneradas por essa atividade³⁷.

³³ LARRAGA, Pablo. Mercado Monetario y de Renta Fixa. Barcelona. Bresca Editorial: 2008. p. 12.

³⁴ Em tradução livre: é aquele mercado, ou conjunto de mercados financeiros, onde se negocia dinheiro e ou ativos financeiros a curto prazo.

³⁵ NETO, Alexandre Assaf. Mercado Financeiro. 12. ed. São Paulo: Atlas, 2014. p. 188.

³⁶ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Mercado de Valores Mobiliários. 4. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2019. p. 31.

³⁷ Denomina-se *spread* a diferença entre o custo de captação e o valor cobrado do tomador.

Destaca-se que muitas vezes o mercado de crédito não consegue atender às necessidades dos tomadores de recursos. Isso ocorre seja pelo vasto volume dos recursos necessários, ou mesmo pelo custo que a instituição financeira acaba por repassar ao tomador, visto que ela assume os riscos da operação.

Em razão dessa inviabilidade – em determinadas situações – de se acessar recursos via mercado de crédito, é que surge o mercado de capitais.

Como vimos, no mercado de crédito, o papel das instituições financeiras é captar os recursos de quem deseja poupá-lo e emprestar diretamente a quem necessita. Todos os riscos da operação ficam ao encargo, por conseguinte, da própria instituição financeira.

Já no mercado de capitais, os poupadores emprestam recursos diretamente aos tomadores. A diferença aqui é que a instituição financeira atua como prestadora de um serviço específico, qual seja, a de estruturar a operação. O risco deixa de ser da instituição financeira.

Assaf Neto destaca a importância desse mercado para a economia:

O mercado de capitais assume papel dos mais relevantes no processo de desenvolvimento econômico. É o grande municiador de recursos permanentes para a economia, em virtude da ligação que efetua entre os que têm capacidade de poupança, ou seja, os investidores, e aqueles carentes de recursos de longo prazo, ou seja, que apresentam déficit de investimento. O mercado de capitais está estruturado de forma a suprir as necessidades de investimentos dos agentes econômicos, por meio de diversas modalidades de financiamentos a médio e longo prazos para capital de giro e capital fixo³⁸.

O mercado de capitais será abordado com maior atenção em tópico específico, no presente capítulo, dada a sua centralidade para o trabalho.

A seguir, aborda-se a estrutura do Sistema Financeiro Nacional.

O Sistema Financeiro Nacional (SFN) está estruturado em órgãos normativos, entidades supervisoras e operadores.

Aos órgãos normativos, incumbe editar as regras que regem o Sistema Financeiro e fiscalizam as operações.

Os órgãos normativos do SFN são os seguintes: Conselho Monetário Nacional (CMN), Conselho Nacional de Seguros Privados (CNSP) e Conselho Nacional de Previdência Complementar (CNPC)³⁹.

³⁸ Ibidem, p. 188.

³⁹ CARRETE, Liliam Sanchez; TAVARES, Rosana. Mercado Financeiro Brasileiro. São Paulo: Atlas, 2019. p. 11.

O Conselho Monetário Nacional (CMN) é o órgão de cúpula do Sistema Financeiro Nacional. Ele estabelece as diretrizes para o funcionamento do SFN. Ele não executa, normatiza. Foi criado pela Lei 4.595/1964.

Ainda em relação ao CMN, importa falar da sua composição. Ele, até pouco tempo atrás, era integrado pelo ministro da Fazenda, na condição de presidente; ministro do Planejamento, Desenvolvimento e Gestão; e o presidente do Banco Central do Brasil (BCB).

Com a criação do Ministério da Economia, aumentou a presença desse órgão governamental no Conselho. A respeito, Tiago Reis:

É possível perceber que esse conselho possui uma grande responsabilidade dentro de nosso país. Até recentemente, a composição do CMN continha três membros: o Ministro da Fazenda como Presidente do Conselho, o Ministro do Planejamento, Orçamento e Gestão e, por fim, o Presidente do Banco Central do país. Entretanto, com a criação do Ministério da Economia (que fundiu o Ministério da Fazenda com o Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão e outras pastas), a formação do CMN passou a ser composta pelo Ministro da Economia, pelo Secretário Especial da Fazenda (vinculado ao próprio Ministro da Economia) e pelo Presidente do Banco Central. Dessa forma, o Ministério da Economia passou a ter um peso maior nas decisões do Conselho, contando agora com dois votos entre os três conselheiros⁴⁰.

De qualquer maneira, a presença dessas altas autoridades revela a posição estratégica do órgão para o desenvolvimento econômico do país.

Já o Conselho Nacional de Seguros Privados (CNSP) é o órgão incumbido de estabelecer as diretrizes e normas da política para o setor de seguros privados. Foi criado por meio do Decreto-lei 73/1966 e sua composição é formada pelo ministro da Economia, na qualidade de Presidente; pelos representantes dos Ministérios da Justiça e Previdência; pelo chefe da Superintendência de Seguros Privados; pelo representante do Banco Central do Brasil e, por fim, por um representante da CVM.

Outro órgão normativo do SFN é o Conselho Nacional de Previdência Complementar (CNPIC). Ele foi instituído pelo Decreto 7.123/2010 e sua missão principal é regular a operação das entidades fechadas de previdência complementar. Tem a presidência do ministro da Previdência e é integrado por representantes da Superintendência Nacional de Previdência Complementar (PREVIC), da Secretaria de Políticas de Previdência Complementar (SPPC), da Casa Civil da Presidência da República, do Ministério da Economia, das entidades fechadas de previdência complementar, dos patrocinadores e instituidores de planos de benefícios das entidades fechadas de previdência complementar e dos participantes e assistidos de planos de benefícios dessas entidades.

⁴⁰ REIS, Tiago. CMN: entenda o que faz o Conselho Monetário Nacional. Disponível em: <https://www.sunoresearch.com.br/artigos/cmn-conselho-monetario-nacional/> Acesso em: 23 de junho de 2019.

As entidades supervisoras do SFN exercem a tarefa de fiscalização das operações ocorridas no Sistema Financeiro. São elas: BCB, CVM, Superintendência de Seguros Privados (SUSEP) e PREVIC⁴¹.

O Banco Central do Brasil (BCB), criado pela Lei 4.594/1964, está voltado a regular a oferta de moeda na economia tendo sempre em conta a estabilidade financeira. Ele supervisiona as instituições financeiras do país.

Muito se discute a respeito da necessidade ou não de total independência do BCB. No fundo, parece se tratar de uma escolha ideológica. A respeito, Yasmin Borges:

O que é possível concluir a partir da exposição desta pesquisa é que o debate em torno da teoria da independência do banco central envolve questões de posicionamento ideológico. Basicamente duas vertentes de pensamento econômico, que partem de premissas distintas, e se contrapõem em relação ao tema. No limite, o que se discute gira em torno da participação do Estado na economia, que seria limitada no caso de um banco central independente, questão essa que gera debates acalorados desde o momento no qual a economia começou a se firmar como uma ciência com escopo próprio. O que se faz necessário pontuar é que não há uma receita na condução da política monetária, uma vez que a dinâmica econômica é por muitas vezes influenciada por fatores que fogem do controle tanto do Estado quanto do mercado⁴².

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM), criada pela Lei 6.385/1976, tem por missão precípua desenvolver o mercado de capitais no Brasil. Para tanto, possui atribuições que permitem o exercício de sua destacada atividade regulatória.

Considerando os objetivos da dissertação, receberá a CVM atenção específica em tópico que ainda será apresentado neste trabalho.

A Superintendência de Seguros Privados (SUSEP) é a autarquia responsável pelo controle e fiscalização dos mercados de seguro, previdência privada aberta, capitalização e resseguro. Vinculada ao Ministério da Economia, foi criada em 1966 pelo Decreto-lei 73/1966.

A Superintendência Nacional de Previdência Complementar (PREVIC) é uma autarquia de fiscalização e supervisão das atividades das entidades fechadas de previdência complementar e de execução das políticas para o regime de previdência complementar operado pelas referidas entidades. Foi criada em 2009 pela Lei n.º. 12.154/2009.

Os operadores do SFN são instituições que realizam, na prática, a intermediação dos recursos financeiros.

⁴¹ Ibidem, p. 13.

⁴² BORGES FREITAS, Yasmin Fuentes de. Independência do Banco Central: teoria e prática. Dissertação (em Economia Política) – Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2016. Disponível em: <https://tede2.pucsp.br/handle/handle/18886> Acesso em: 10 de julho de 2019. p. 102.

Podem ser assim divididos: bancos de varejo, bancos de atacado, bancos múltiplos, *private banks*, corretoras e distribuidoras de valores, instituições financeiras não bancárias e *fintechs*⁴³.

Os bancos de varejo são aqueles que oferecem produtos conhecidos do grande público, tais como: conta-corrente, cheque especial, caderneta de poupança e empréstimos pessoais.

Já os bancos de atacado são aqueles voltados para atender a grandes organizações empresariais. Suas operações em geral transcorrem por meio de produtos próprios ao mercado de capitais como, por exemplo, debêntures e emissão de ações. Eles não podem oferecer conta corrente.

Os bancos múltiplos são aqueles que oferecem soluções tanto para o grande público quanto para o setor das grandes organizações empresariais. Congregam, portanto, características dos bancos de varejo e de atacado⁴⁴.

Os *private banks* são bancos múltiplos com atuação segmentada para um público de alta renda. Normalmente os produtos estão centrados em proteção patrimonial.

As corretoras e distribuidoras de valores atuam como intermediários na negociação junto ao mercado de capitais. A atuação delas estrutura operações no mercado.

Outras instituições são as financeiras não bancárias. Destacam-se, nesse segmento, as sociedades financeiras e as de arrendamento mercantil. As financeiras realizam operações comerciais de aquisição de bens e as de arrendamento mercantil oferecem aluguel de bens móveis ou imóveis (*leasing*).

Por fim, destacam-se, entre os operadores do sistema financeiro, as *fintechs*⁴⁵ que se caracterizam por utilizar tecnologia e inovação em matéria de serviços financeiros.

1.2 Mercado de Capitais

1.2.1 Valores Mobiliários

A Lei 6.385/1976 preferiu listar os valores mobiliários, sem conceituá-los. Só com a Medida Provisória 1.638/1998, convertida na Lei 10.198/2001, é que o direito brasileiro passou a ter um conceito definido na legislação, a saber:

Art. 1º Constituem valores mobiliários, sujeitos ao regime da Lei nº. 6.385, de 7 de dezembro de 1976, quando ofertados publicamente, os títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de

⁴³ Ibidem, p. 16.

⁴⁴ Exemplos de bancos múltiplos são o Bradesco e o Itaú.

⁴⁵ O Nubank é exemplo de *fintech*.

remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros⁴⁶.

Verifica-se que a tônica da Lei foi abrir o conceito de maneira a abarcar as modalidades praticadas efetivamente pelo mercado e que doravante não estavam contempladas. Publicação da própria CVM esclarece esse ponto:

Originalmente, a Lei 6.385/1976 conceituou valor mobiliário de forma bastante restritiva. O legislador simplesmente listou o que se deveria considerar como valor mobiliário e outorgou ao Conselho Monetário Nacional competência para alterar a lista, quando necessário. Com o tempo, a lei e a regulamentação incluíram no rol de valores mobiliários diversos outros títulos e contratos de investimento. Mesmo assim, embora tenha funcionado com sucesso durante vários anos, esse conceito mais restrito começava a se mostrar ineficiente frente a crescente criatividade no lançamento de novos produtos financeiros. Por essa razão, foi editada a Medida Provisória 1.637/98, posteriormente convertida na Lei 10.198/01, que procurou conceituar valor mobiliário de forma mais ampla, com o intuito de abranger boa parte das modalidades de captação pública de recursos⁴⁷.

Nossa doutrina, antes mesmo da mudança legislativa, trazia suas definições. Por todos, Ary Oswaldo dos Santos:

valor mobiliário é o investimento oferecido ao público, sobre o qual o investidor não tem controle direto, cuja aplicação é feita em dinheiro, bens ou serviço, na expectativa de lucro, não sendo necessária a emissão do título para a materialização da relação obrigacional.⁴⁸

A atual redação do art. 2º da Lei 6.385/1976 lista os valores mobiliários⁴⁹, acrescentando-se a eles outros criados por regulamentação específica⁵⁰.

Destacam-se, dentre o rol dos valores mobiliários elencados na legislação, as ações, debêntures e bônus de subscrições.

A ação é um título de participação. Segundo Eizirick:

⁴⁶ Cf. art. 1º da Lei 10.198/2001, de 14 de fevereiro de 2001.

⁴⁷ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Mercado de Valores Mobiliários. 4. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2019. p. 31.

⁴⁸ MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. O Conceito de Valor Mobiliário. RAE-Revista de Administração de Empresas, v. 25, n. 2, abr-jun, 1985. p. 69.

⁴⁹ [...] Art 2º São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei: I - as ações, debêntures e bônus de subscrição; II - os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos no inciso II; III - os certificados de depósito de valores mobiliários; IV - as cédulas de debêntures; V - as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos; VI - as notas comerciais; VII - os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários; VIII - outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; e IX - quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros. (...)

⁵⁰ Nessa categoria, figuram os certificados de recebíveis imobiliários, de investimentos audiovisuais e cotas de fundos de investimento imobiliário.

constitui um título de participação no capital social da sociedade anônima emissora, que confere ao seu titular o *status socii*, ou seja o direito de participar da sociedade, como acionista. Representa os direitos e as obrigações que o acionista adquire, na qualidade de sócio da companhia, em função de sua participação no capital social⁵¹.

Elas se dividem nas seguintes espécies de acordo com as vantagens oferecidas ao portador: ordinárias, preferenciais e de fruição.

Segundo Nelson Eizirick, as ordinárias são aquelas:

cuja emissão é obrigatória em todas as companhias, outorgam aos seus titulares todos os direitos comuns de um acionista, isto é, os direitos ordinários de sócio, sem restrições ou privilégios. Pode-se dizer que o principal direito conferido ao titular de uma ação ordinária é o direito de voto (artigo 100 da Lei das S.A.)⁵².

As preferenciais, por sua vez, como o próprio nome revela conferem vantagens ao titular. Exemplos são a prioridade na distribuição de dividendo ou reembolso⁵³.

Já as de fruição são aquelas que podem substituir ações que foram amortizadas devolvendo ao titular o valor do investimento.

As debêntures são representativas de dívidas das companhias. Seus detentores possuem créditos em face da emissora.

Os bônus de subscrição são títulos emitidos por sociedades anônimas que conferem o direito de subscrever ações do capital social da companhia.

1.2.2 Mercado de bolsas de valores, de balcão e bolsas de mercadorias e futuros

O mercado de valores mobiliários se divide em primário e secundário. No primário, o relacionamento entre emissores e subscritores é direto. Aqui é que as companhias conseguem obter recursos ofertando novos valores mobiliários no mercado.

Sobre o mercado primário, Diego Pala Pereira:

O mercado primário é onde são realizados os lançamentos dos valores mobiliários no mercado de capitais e derivativos, quando as empresas decidem abrir seu capital a terceiros, o lançamento de seus títulos ocorre neste mercado, e é neste momento que ocorre a oferta das ações (menor fração do capital social da empresa) por parte da empresa aos investidores, a empresa abre seu capital para recurso de investidores terceiros⁵⁴.

⁵¹ EIZIRICK, Nelson et al. Mercado de Capitais: regime jurídico. 2. ed. revisada e atualizada. Rio de Janeiro: Renovar, 2008. p. 57.

⁵² Ibidem, p. 59.

⁵³ Cf. art. 17 da Lei 6.404/1976, de 15 de dezembro de 1976.

⁵⁴ PEREIRA, Diego Pala. Mercado de Capitais: a importância de aplicações em ações para a diversificação e retorno de uma carteira de investimentos. In II Congresso Internacional do Grupo Unis. Fundação de Ensino e Pesquisa do Sul de Minas, 2016. Disponível em: <http://repositorio.unis.edu.br/handle/prefix/508>. Acesso em: 30 de dezembro de 2019. p. 4.

Já o mercado secundário se dá entre investidores. O capital não é mais transferido para as companhias, mas sim entre investidores e terceiros.

A Nota Explicativa CVM 17/1980 dispõe sobre o tema:

É no mercado primário que as empresas levantam os recursos necessários ao seu crescimento. Sem um mercado secundário ativo, porém, onde possam encontrar-se compradores e vendedores de títulos previamente emitidos, fica comprometido o desenvolvimento do mercado primário, já que aumentam sobremodo os riscos do investimento acionário. É essa a função fundamental do mercado secundário: a de fornecer liquidez a títulos anteriormente emitidos, permitindo a troca de posições entre investidores e indiretamente estimulando a atividade do mercado primário. A CVM encara, assim, as Bolsas de Valores precipuamente como centros geradores de liquidez, razão porque buscará desestimular operações que contrariem os princípios clássicos da atuação dos investidores num mercado de risco. Com a implantação do mercado futuro, aumentaram as operações em que o risco assumido pelos participantes é nulo, ocorrendo, nesses casos, utilização inadequada do mercado de valores mobiliários, sendo o pregão utilizado como simples mecanismo ratificador do que se caracteriza como operações de crédito⁵⁵.

Percebe-se que as bolsas surgem justamente para organizar e facilitar as trocas nesse mercado secundário. Possuem elas natureza privada e atuam sob supervisão da CVM.

Segundo a Instrução CVM 461, o mercado de bolsas consiste no seguinte:

Art. 65. Consideram-se mercados de bolsa aqueles que: I - funcionam regularmente como sistemas centralizados e multilaterais de negociação e que possibilitam o encontro e a interação de ofertas de compra e de venda de valores mobiliários; ou II - permitem a execução de negócios, sujeitos ou não à interferência de outras pessoas autorizadas a operar no mercado, tendo como contraparte formador de mercado que assuma a obrigação de colocar ofertas firmes de compra e de venda, desde que: a) a atuação do formador de mercado seja regulada pela bolsa, nos termos da regulamentação específica da CVM para formadores de mercado, e fiscalizada pelo Departamento de Auto-Regulação; b) a regulação da bolsa preveja limites máximos para a diferença entre os preços de compra e de venda ofertados pelo formador de mercado; e c) seja admitida a interferência de outras pessoas autorizadas a operar no intervalo entre as ofertas de compra e de venda, desde que para a quantidade total daquele negócio. Parágrafo único. Considera-se sistema centralizado e multilateral aquele em que todas as ofertas relativas a um mesmo valor mobiliário são direcionadas a um mesmo canal de negociação, ficando expostas a aceitação e concorrência por todas as partes autorizadas a negociar no sistema⁵⁶.

Já o mercado de bolsas de balcão é o ambiente onde são realizadas operações que não estão registradas na Bolsa de Valores. Segundo a própria CVM a negociação ou registro das operações:

(...) pode ocorrer sem a participação direta de integrante do sistema de distribuição, desde que a liquidação da operação seja assegurada contratualmente pela entidade administradora do mercado de balcão organizado ou que seja realizada diretamente entre as partes. Além disso, nos mercados de balcão organizado, as informações sobre

⁵⁵ Cf. Nota Explicativa CVM 17, de 23 de abril de 1980.

⁵⁶ Instrução CVM 461, de 23 de outubro 2007.

os negócios, como os preços, as quantidades e os horários podem ser diferidas, não sendo obrigatória a divulgação contínua, dependendo das características do mercado. Assim, um mercado considerado como de bolsa ou balcão organizado conforme suas características de funcionamento, volume das operações e o público investidor atingido. Nesse aspecto, quanto maior a participação de investidores individuais mais restrita tende ser a regulamentação e mais severa a fiscalização. A julgar pelas características operacionais e o público investidor, a CVM pode determinar a transformação de um mercado de balcão organizado em mercado de bolsa.⁵⁷.

São mercados de bolsas de mercadorias e futuros aquelas onde são negociadas derivativos agrícolas e ativos financeiros.

1.3 Comissão de Valores Mobiliários

1.3.1 Contexto de criação da CVM

O Brasil passou por um período de grandes mudanças econômicas nas décadas de 60 e de 70. Como consequência natural, tivemos a estruturação e modernização do nosso sistema financeiro⁵⁸.

O período de 1968 a 1973 ficou conhecido como “milagre econômico brasileiro⁵⁹”. O Brasil chegou a ter taxas de 11% de crescimento anual do Produto Interno Bruto (PIB) naquele momento.

Em 1971, tivemos o episódio que ficou conhecido como o “Boom da Bolsa do Rio de Janeiro”. A respeito, Daniel Menezes e Rodolpho Andrade:

Com estes incentivos e o impulsionamento do mercado, principalmente devido às medidas do Governo, foi percebido um aumento considerável da demanda por ações, ao passo que a emissão de ações pelas empresas não acompanhou esta demanda. O resultado deste desequilíbrio foi o chamado “boom” da Bolsa do Rio de Janeiro entre dezembro de 1970 e julho de 1971. Neste período, houve uma grande onda especulativa e as cotações das ações subiram sistematicamente. Ao chegar no ápice, em julho de 1971, investidores mais experientes começaram a vender suas posições. Este movimento apresentou curta duração, mas gerou consequências como anos de depressão no mercado⁶⁰.

A desconfiança que daí adveio foi latente. Só com a criação da CVM, em 1976, é que a confiança voltou e a regulação especializada, feita pela autarquia de forma distinta daquela

⁵⁷ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Mercado de Valores Mobiliários. 4. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2019. pp. 231-232.

⁵⁸ O CMN e o BCB, como já salientado no presente trabalho, foram criados em 1964.

⁵⁹ Artigo de José Macarini sobre o tema: “A Política econômica da ditadura militar no limiar do milagre brasileiro: 1967/1969”. Disponível em: <http://www.eco.unicamp.br/images/arquivos/artigos/1729/texto99.pdf> Acesso em: 10 de setembro de 2019.

⁶⁰ MENEZES, Daniel Francisco Nagao; ANDRADE, Rodolpho Pinto de. Panorama Histórico da Edição da Lei 6.404 de 1976 e Debêntures de Infraestrutura. Revista Jurídica Luso-Brasileira, Lisboa, Ano 4, 2, 2018. p. 831.

levada a efeito por um BCB com outras atribuições, acabou fazendo a diferença. Sobre o tema, George Vidor:

Após a experiência traumática que se seguiu ao boom de 1970/1971, o mercado estava carente de regulação. Até a criação da CVM, em 1976, essa missão era atribuída, pela Lei do Mercado de Capitais, de 1965, ao Banco Central, que também era uma instituição nova na estrutura governamental. O Banco Central sucedeu a antiga Superintendência da Moeda e do Crédito (Sumoc), mas, na prática, por muitos anos houve uma duplicidade de autoridade monetária. O Banco do Brasil era simultaneamente um banco comercial, como qualquer outro, e agente financeiro do Tesouro Nacional. As câmaras de compensação do sistema bancário estavam sob a égide do BB. Quando ganhavam ou perdiam na compensação, os bancos transacionavam entre si cheques do BB, lastreados com Letras do Tesouro Nacional (e garantia de recompra no dia seguinte). **Por causa dessa situação, o Banco Central ainda teria pela frente muito o que fazer para se firmar como autoridade monetária. E o Mercado de Capitais acabava sendo apenas um apêndice nessa tarefa**⁶¹. (grifos nossos)

Assim, em um contexto de desconfiança e de necessidade de reconstrução da credibilidade do mercado de capitais, pós-crise de 1971, nasce a CVM por meio da Lei 6.385/1976⁶².

1.3.2 Competências e atribuições da CVM

Como já salientado, a CVM⁶³ nasce como autarquia comum e, em 2001⁶⁴, passa à condição de autarquia especial.

Diogo de Figueiredo Moreira Neto, tendo em vista peculiaridades do regime ao qual a entidade se submete, conceitua autarquia especial:

São aquelas instituídas com regimes específicos – seja de pessoal, de bens, de atos ou de serviços, distintos do regime geral autárquico – para atender a certas pretendidas peculiaridades em seu desempenho, como sejam: a relativa garantia de estabilidade de seus dirigentes, a execução de atividades que exijam um maior grau de autonomia técnica, a atribuição de competências reguladoras, inclusive parajudiciais e, ainda, a tomada de decisões com maior participação dos administrados⁶⁵.

⁶¹ VIDOR, George. A História da CVM pelo olhar dos seus Ex-Presidentes. Rio de Janeiro: ANBIMA e BM&FBOVESPA, 2016. p. 31.

⁶² Essa Lei foi a segunda sobre o Mercado de Capitais no Brasil ao lado da Lei 4.728/1965.

⁶³ A CVM tem sede na cidade do Rio de Janeiro/RJ. Na década de 90, por um período de quatro anos, ela ficou sediada em Brasília/DF. Sobre essa curta passagem na Capital Federal: VIDOR, George. A História da CVM pelo olhar dos seus Ex-Presidentes. Rio de Janeiro: ANBIMA e BM&FBOVESPA, 2016. p. 34.

⁶⁴ A Medida Provisória 8 de 2001, convertida na Lei 10.411/2002, conferiu o *status* de autarquia especial à CVM. Ela é vinculada ao Ministério da Economia.

⁶⁵ MOREIRA NETO, Diogo de Figueiredo. Curso de Direito Administrativo. Rio de Janeiro: Ed. Forense, 2009. p. 288.

Assim, os dirigentes da CVM⁶⁶, com mandato de 05 (cinco) anos⁶⁷, passam por aprovação do Senado Federal e depois são nomeados pelo Presidente da República⁶⁸.

Os executores das políticas definidas pelo Colegiado são os superintendentes. Atualmente, a CVM dispõe de 14 (quatorze) superintendências⁶⁹. Destaca-se a Superintendência de Processos Sancionadores (SPS) a quem compete “conduzir, na forma da regulamentação da CVM, os processos administrativos sancionadores⁷⁰”.

Nos termos do art. 8º da Lei 6.385/1976, compete à CVM disciplinar e fiscalizar⁷¹ o segmento do mercado financeiro conhecido como mercado de capitais.

Em suma, para exercer suas atribuições, a CVM possui função fiscalizadora, sancionadora e normativa.

Vale-se, portanto, de poder de polícia que, segundo o magistério de André Saddy, é o instrumento mais característico da “intervenção imperativa”:

O instrumento mais característico da intervenção imperativa é a atividade de polícia administrativa ou poder de polícia, que envolve: o comando/ordem de polícia,

⁶⁶ Cf. art. 3º do Decreto 6.382, de 27 de fevereiro de 2008: A CVM será administrada por um Presidente e quatro Diretores, nomeados pelo Presidente da República, depois de aprovados pelo Senado Federal, dentre pessoas de ilibada reputação e reconhecida competência em matéria de mercado de capitais. (BRASIL. Decreto 6.382, de 27 de fevereiro de 2008. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2007-2010/2008/Decreto/D6382.htm Acesso em: 7 de setembro de 2019.)

⁶⁷ Cf. §1º do art. 6º da Lei 6.385, de 27 de fevereiro de 2008: O mandato dos dirigentes da Comissão será de cinco anos, vedada a recondução, devendo ser renovado a cada ano um quinto dos membros do Colegiado. (BRASIL. Lei 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/16385.htm Acesso em: 1 de junho de 2019.)

⁶⁸ Cf. §2º do art. 6º da Lei 6.385, de 27 de fevereiro de 2008: Os dirigentes da Comissão somente perderão o mandato em virtude de renúncia, de condenação judicial transitada em julgado ou de processo administrativo disciplinar. (BRASIL. Lei 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/16385.htm Acesso em: 1 de junho de 2019.)

⁶⁹ Cf. alínea a, do inciso IV, do art. 2º, do Anexo I, do Decreto 6.382, de 27 de fevereiro de 2008: a) Superintendência Geral; 1. Superintendência de Relações com Empresas; 2. Superintendência de Registro de Valores Mobiliários; 3. Superintendência de Relações com Investidores Institucionais; 4. Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários; 5. Superintendência de Supervisão de Riscos Estratégicos; 6. Superintendência de Processos Sancionadores; 7. Superintendência de Proteção e Orientação aos Investidores; 8. Superintendência de Relações Internacionais; 9. Superintendência de Desenvolvimento de Mercado; 10. Superintendência de Normas Contábeis e de Auditoria; 11. Superintendência de Tecnologia da Informação; 12. Superintendência de Planejamento e Inovação; 13. Superintendência de Relações Institucionais. (BRASIL. Decreto 6.382 de 27 de fevereiro de 2008. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2007-2010/2008/Decreto/D6382.htm Acesso em: 7 de setembro de 2019.)

⁷⁰ Cf. art. 21, do Anexo I, do Decreto 6.382, de 27 de fevereiro de 2008.

⁷¹ Cf. incisos I a V do art. 8º da Lei 6.385, de 27 de fevereiro de 2008: I - regulamentar, com observância da política definida pelo Conselho Monetário Nacional, as matérias expressamente previstas nesta Lei e na lei de sociedades por ações; II - administrar os registros instituídos por esta Lei; III - fiscalizar permanentemente as atividades e os serviços do mercado de valores mobiliários, de que trata o Art. 1º, bem como a veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele participem, e aos valores nele negociados; IV - propor ao Conselho Monetário Nacional a eventual fixação de limites máximos de preço, comissões, emolumentos e quaisquer outras vantagens cobradas pelos intermediários do mercado; V - fiscalizar e inspecionar as companhias abertas dada prioridade às que não apresentem lucro em balanço ou às que deixem de pagar o dividendo mínimo obrigatório. (BRASIL. Lei 6.385 de 7 de dezembro de 1976. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/16385.htm Acesso em: 1 de junho de 2019.)

definindo o limite ou a condição para o exercício da liberdade ou de um direito individual, em prol do atendimento ou do não distúrbio do interesse geral; o consentimento de polícia, por provocação ao particular, requisitando uma licença, autorização, permissão ou concessão; a fiscalização de polícia, em que a Administração, sem necessidade de provocação, verifica a observância dos limites impostos no comando/ordem ou no consentimento de polícia; e por fim, se necessária, a sanção de polícia, que, depois do devido processo legal, é aplicada nos casos de violação aos limites impostos⁷².

A fiscalização recai sobre as atividades elencadas no art. 1º da Lei 6.385/1976⁷³ e está de forma ampla⁷⁴ no inciso III do art. 8º da Lei 6.385/1976⁷⁵.

Já a função sancionadora aparece no art. 9º, inciso V, da Lei 6.385/1976 diz que a CVM poderá “*apurar, mediante processo administrativo, atos ilegais e práticas não equitativas de administradores, membros do conselho fiscal e acionistas de companhias abertas, dos intermediários e dos demais participantes do mercado*”⁷⁶;

O inciso VI, do mesmo artigo, ressalta ainda que ela poderá “*aplicar aos autores das infrações indicadas no inciso anterior as penalidades previstas no Art. 11, sem prejuízo da responsabilidade civil ou penal*”⁷⁷.

E desde 2002 essa atuação foi aperfeiçoada com a efetiva segregação das funções de acusar e julgar. Isso ocorreu a partir do advento da Deliberação CVM 457/2002 que em seu art. 1º possibilitou a delegação à Superintendência Geral da competência para “*determinar a instauração de inquérito administrativo, designar os membros de Comissões de Inquérito e prorrogar o prazo de investigação*”⁷⁸.

A partir da Deliberação acima, o Colegiado da CVM deixou de analisar e deliberar previamente sobre as peças acusatórias, passando efetivamente a concentrar-se na tarefa judicante.

⁷² SADDY, André. Intervenção imperativa e seu instrumento característico: a polícia administrativa. BDA (São Paulo), v. 27. n. 4, p. 448-461, 2011. p. 461.

⁷³ Cf. incisos I a VIII do art. 1º da Lei 6.385, de 07 de dezembro de 1976: I - a emissão e distribuição de valores mobiliários no mercado; II - a negociação e intermediação no mercado de valores mobiliários; III - a negociação e intermediação no mercado de derivativos; IV - a organização, o funcionamento e as operações das Bolsas de Valores; V - a organização, o funcionamento e as operações das Bolsas de Mercadorias e Futuros; VI - a administração de carteiras e a custódia de valores mobiliários; VII - a auditoria das companhias abertas; VIII - os serviços de consultor e analista de valores mobiliários. (BRASIL. Lei 6.385 de 7 de dezembro de 1976. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/16385.htm Acesso em: 1 de junho de 2019.)

⁷⁴ Outros dispositivos elencam atribuições fiscalizadoras para a CVM, a saber: inciso V, do art. 8º da Lei 6.385, de 27 de fevereiro de 2008, em relação às companhias abertas e §1º, do art. 9º da Lei 6.385, de 27 de fevereiro de 2008, sobre ações de fiscalização.

⁷⁵ Cf. inciso III do art. 8º da Lei 6.385/1976: fiscalizar permanentemente as atividades e os serviços do mercado de valores mobiliários, de que trata o Art. 1º, bem como a veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele participem, e aos valores nele negociados. (BRASIL. Lei 6.385 de 7 de dezembro de 1976. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/16385.htm Acesso em: 1 de junho de 2019.)

⁷⁶ Cf. inciso V, do art. 9º, da Lei 6.385, de 7 de dezembro de 1976.

⁷⁷ Cf. inciso VI, do art. 9º, da Lei 6.385, de 7 de dezembro de 1976.

⁷⁸ Cf. art. 1º da Deliberação CVM 457, de 23 de dezembro de 2002.

Outro aperfeiçoamento ocorreu, em 2008, com a criação da SPS⁷⁹ para, em parceria com a Procuradoria Federal Especializada junto à CVM⁸⁰, conduzir os processos administrativos sancionadores.

Destaca-se a menção expressa, nos incisos I e II do §6º do art. 8º da Lei 6.385/1976, à apuração e punição de condutas lesivas ao mercado⁸¹.

No que concerne à função normativa está ela ligada à posição da CVM enquanto entidade reguladora do mercado de valores mobiliários⁸².

Aqui, está presente o que a doutrina tem denominado de deslegalização. Sobre o tema, André Saddy:

A função administrativa regulatória normativa não se confunde com a atividade legiferante do Estado, originalmente exercida pelo poder Legislativo conforme a concepção da tripartição. Trata-se de uma delegação do poder legislativo à autoridade reguladora. Pode ser vista como uma forma de deslegalização, por transferir a função normativa sobre determinadas matérias da sede legislativa estatal a outra sede normativa ou, ainda, como uma “delegation with standards”, que ocorre quando o ato emanado do poder Legislativo fixa parâmetros (standards) adequados e suficientes para controlar a atuação do órgão delegado, isto é, a fixação de limites à atuação do poder delegado⁸³.

A função normativa exercida pela CVM é indispensável para a sua atuação regulatória.

Muitos atos normativos baixados pela CVM visam a conformar o regime sancionador no mercado, tanto que, em um dos itens da presente pesquisa, buscou-se saber como a CVM e o CRSFN fundamentam as suas decisões, se em leis ou atos normativos e quais são essas leis ou atos.

1.4 O Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (CRSFN)

1.4.1 A Criação do CRSFN

⁷⁹ Foi criada pelo art. 21 do Decreto 6.382, de 27 de fevereiro de 2008.

⁸⁰ Tema que merece maior investigação é o papel da Procuradoria Federal Especializada que, pela Instrução CVM 607/2019, tem a atribuição de conduzir investigações. Não parece que tal atribuição esteja prevista no *caput* do art. 131 da Constituição Federal de 1988.

⁸¹ Cf. incisos I e II, do §6º do art. 9º da Lei 6.385/1976: §6º A Comissão será competente para apurar e punir condutas fraudulentas no mercado de valores mobiliários sempre que: I - seus efeitos ocasionem danos a pessoas residentes no território nacional, independentemente do local em que tenham ocorrido; e II - os atos ou omissões relevantes tenham sido praticados em território nacional. (BRASIL. Lei 6.385 de 7 de dezembro de 1976. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm. Acesso em: 1 de junho de 2019.)

⁸² Sobre o tema: DA ROSA, Maria Eduarda Fleck. O Poder Normativo da Comissão de Valores Mobiliários. Dissertação (em Direito) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2012. Disponível em: https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde20032013140738/publico/DISSERTACAO_COMPLETA_FD_Maria_Eduarda_Fleck_da_Rosa.pdf Acesso em: 10 de setembro de 2019.

⁸³ SADDY, André. Regulação estatal, autorregulação privada e códigos de conduta e boas práticas. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2016. pp. 45-46.

O Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (CRSFN) foi criado mediante o Decreto 91.152 de 15 de março de 1985, com a finalidade de julgar, em segunda e última instância, na esfera administrativa, os recursos interpostos contra as decisões punitivas aplicadas pelos órgãos disciplinadores do sistema financeiro e do mercado de capitais⁸⁴, em substituição ao Conselho Monetário Nacional (CMN), que abarcava tal atribuição desde seu nascimento em 1964.

Trata-se de órgão de deliberação colegiada de segundo grau, existente na estrutura do Ministério da Economia, com competência exclusiva para atuar como instância recursal no âmbito do sistema financeiro e do mercado de capitais, e cuja sede está instalada nas dependências do Banco Central do Brasil (BCB), ao qual cabe suprir os recursos necessários para o funcionamento do órgão.

A criação do CRSFN se justificou pelo fato de não ter o CMN competência exclusiva para atuar como segunda instância na esfera administrativa. O julgamento, em grau recursal, das penalidades aplicadas pelas autarquias fiscalizadoras, com efeito, diluía-se entre as distintas funções do Conselho Monetário, acarretando uma situação em que, de fato, os recursos não eram convenientemente analisados, especialmente tendo em vista o volume excessivo de processos submetidos à sua apreciação e a ausência de conhecimentos técnicos especializados por parte de seus membros.

Ana Maria Mello Netto e Alexandre Graziano assinalam a inspiração do CRSFN no modelo dos Conselhos de Contribuintes:

Nas discussões acerca da criação do CRSFN, entretanto, era indispensável escolher qual a estrutura que esse novo órgão teria. Após estudos empreendidos a respeito do tema, o Ministério da Fazenda sugeriu que o Conselhinho adotasse o formato de um órgão paritário, com representantes da iniciativa privada, nos moldes dos Conselhos de Contribuintes então existentes. A origem desses Conselhos remonta a 1924, quando o Decreto 16.580 instituiu um Conselho de Contribuintes em cada Estado e no Distrito Federal com competência para julgamento de recursos referentes ao Imposto sobre a Renda, cujos membros seriam escolhidos entre contribuintes do comércio, indústria, profissões liberais e funcionários públicos. Com o passar dos anos, outros Conselhos de Contribuintes foram sendo instituídos para tratar também

⁸⁴ [...] Art. 2º O CRSFN é órgão colegiado, de caráter permanente, integrante da estrutura organizacional do Ministério da Economia, e tem por finalidade julgar, em última instância administrativa, os recursos: I - de que tratam: a) o § 4º do art. 17 e no art. 29 da Lei nº 13.506, de 13 de novembro de 2017; b) o § 2º do art. 2º do Decreto-Lei nº 1.248, de 29 de novembro de 1972; c) o § 4º do art. 11 da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976; d) o § 2º do art. 16 da Lei nº 9.613, de 3 de março de 1998; e e) o parágrafo único do art. 9º da Lei nº 10.214, de 27 de março de 2001; II - de decisões do Banco Central do Brasil: a) referentes à desclassificação e à descaracterização de operações de crédito rural; e b) relacionadas à retificação de informações, à aplicação de custos financeiros associados ao recolhimento compulsório, ao encaixe obrigatório e ao direcionamento obrigatório de recursos; e III - de decisões das autoridades competentes relativas à aplicação das sanções de que trata a Lei nº 9.613, de 1998. (BRASIL. Decreto 9.889 de 27 de junho de 2019. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2019-2022/2019/Decreto/D9889.htm#art21 Acesso em: 1 de junho de 2019.)

de outros impostos, até que, a partir de 1977, com a edição do Decreto 79.630, passaram a existir três Conselhos de Contribuintes organizados em câmaras com oito conselheiros e quatro suplentes, metade representantes da Fazenda e metade representantes dos contribuintes. Era este último modelo de Conselho vigorava, portanto, à época da publicação do Decreto 91.152. Este modelo tinha como seus pilares a imparcialidade (decorrente, especialmente, do seu caráter de colegiado paritário) e a especialização técnica. As principais vantagens daí decorrentes eram o menor tempo e menor custo para o contribuinte quando comparados com a discussão das demandas fiscais perante o Poder Judiciário, ao mesmo tempo em que havia a oportunidade de exercício do direito ao duplo grau de jurisdição. Ainda, o fato de o julgamento ser realizado por um tribunal integrado por pares contribuía também para uma maior “legitimidade” da decisão, não sendo raras as hipóteses em que o contribuinte, derrotado na esfera administrativa, abria mão de questionar a decisão em juízo, ainda que lhe coubesse esse direito⁸⁵.

A respeito da composição paritária entre representantes do poder público e do setor privado, Daniela Fragoso e Luís Villar:

A paridade entre representantes dos setores público e privado confere maior equilíbrio aos julgamentos, apesar de haver severas críticas ao fato de que o voto de qualidade pertence ao Presidente do CRSFN, indicado pelo Ministério da Fazenda. Em todo caso, a composição paritária entre poder público e iniciativa privada deve ser entendida como consequência do amadurecimento das instituições democráticas, tão valiosas ao Estado Democrático de Direito, de forma a garantir que os Administrados recebam um tratamento imparcial e neutro por parte da Administração. Nessa toada, a composição de órgãos de julgamento de forma coletiva evita decisões arbitrárias, além de teoricamente contribuir para a troca de entendimentos diversos entre seus membros e a prolação de acórdãos com maior nível de profundidade. Nesse particular, o CRSFN e o Colegiado da CVM diferem do BCB, uma vez que as decisões proferidas pelo último são de natureza monocrática⁸⁶.

A seguir, apresentam-se a competência e as atribuições desse Colegiado.

1.4.2 Competência e atribuições do CRSFN

Os membros do CRSFN e seus suplentes são designados por ato do Ministro da Economia, com mandato de dois anos, prorrogáveis por idêntico prazo, não sendo passíveis de demissão *ad nutum*.

A competência recursal do Conselho foi expressamente conferida com relação às penalidades aplicadas pelas instâncias administrativas inferiores (CVM e BCB); e não com relação às matérias discutidas (competência em razão da matéria).

⁸⁵ MELLO NETO, Ana Maria; GRAZIANO, Alexandre. O CRSFN e o Novo Regime Sancionador nos Mercados Financeiro e de Capitais; ou “Conselhinho”: esse ilustre desconhecido. In: ALVES, Rui Fernando Ramos et al. (Coord.). O Novo Regime Sancionador nos Mercados Financeiro e de Capitais: uma análise da Lei 13.506/17. São Paulo: Editora Iasp, 2019. pp. 294-295.

⁸⁶ FRAGOSO, Daniela Maria Neves Reali; VILLAR, Luís Fernando Cunha. Novas perspectivas do CRSFN – Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. In: PRADO, Viviane Muller; PALMA, Juliana Bonacorsi de (Org.). Estudos Avançados de Mercado de Capitais: Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. Rio de Janeiro: Elsevier, 2014. p. 29.

Cabe ao CRSFN julgar, em segunda e última instância na esfera administrativa, os recursos e pedidos de revisão.

A Lei 9.069/1995, além de ampliar o âmbito da competência recursal até então conferida ao CRSFN, também delegou ao Poder Executivo, no parágrafo único do seu artigo 81, a competência para dispor sobre a sua organização e seu funcionamento.

E o Decreto 9.889, de 27 de junho de 2019, dispõe sobre o Conselho ao lado da Portaria MF 68, de 26 de fevereiro de 2016, que institui o seu Regimento Interno e trouxe importantes mudanças no funcionamento do Conselho, como as abaixo expostas.

Nenhuma alteração ocorreu na competência e composição. Conforme dispõe o artigo 2º do seu regimento interno, o CRSFN é integrado por oito Conselheiros titulares e respectivos suplentes, “*de reconhecida capacidade técnica e notório conhecimento especializado nas matérias de competência do Conselho*”⁸⁷, ou seja, precisam ter conhecimentos em questões das mais diversas na área do mercado financeiro e de capitais.

Deve ser observada a seguinte composição: a) dois indicados pelo Ministério da Economia; b) um indicado pelo Banco Central do Brasil; c) um indicado pela Comissão de Valores Mobiliários; d) quatro representantes das entidades de classes dos mercados financeiro, de câmbio, de capitais estrangeiros e de crédito rural e industrial, por estas indicados em lista tríplice.

Houve alterações, contudo, no mandato dos conselheiros que passou de dois para três anos⁸⁸.

Extinguiu-se o recurso de ofício⁸⁹, de forma que o CRSFN passou a julgar somente aqueles com decisão proferida até 27 de fevereiro de 2016⁹⁰.

Deixou de ser obrigatório o parecer da Procuradoria Federal Especializada (PFE), podendo ser requisitado pelo Presidente do CRSFN ou por seus Conselheiros⁹¹.

⁸⁷ Cf. art. 2º, da Portaria MF 68, de 26 de fevereiro de 2016.

⁸⁸ [...] Art. 47. Os mandatos dos Conselheiros atuais terão prazo de três anos, permitidas até duas reconduções consecutivas, considerado o tempo de mandato já cumprido. (BRASIL. Portaria MF 68, de 26 de fevereiro de 2016. Disponível em: <http://fazenda.gov.br/orgaos/colegiados/crsfn/legislacao>. Acesso em: 2 de abril de 2019.)

⁸⁹ O recurso de ofício foi uma espécie de reexame necessário que obrigava a CVM a recorrer das suas próprias absolvições sumárias (não aplicação de penalidade). Como a data de corte da presente pesquisa é 31/12/2018, sem uma data inicial, analisaremos essa espécie recursal em nosso trabalho.

⁹⁰ [...] Art. 51. Os recursos de ofício das decisões proferidas até 27 de fevereiro de 2016 deverão ser julgados pelo CRSFN, com observância dos prazos e procedimentos previstos neste Regimento Interno. (BRASIL. Portaria MF 68, de 26 de fevereiro de 2016. Disponível em: <http://fazenda.gov.br/orgaos/colegiados/crsfn/legislacao> Acesso em: 2 de abril de 2019.)

⁹¹ [...] Art. 15. A manifestação escrita da Procuradoria-Geral da Fazenda Nacional poderá ser requisitada, motivadamente, com especificação da controvérsia jurídica a ser apreciada: I - pelo Relator, no prazo de sessenta dias, contado do recebimento dos autos após o sorteio; e II - pelos demais Conselheiros, mediante requerimento de vistas dos autos, a partir do qual se iniciará o prazo de quinze dias para formalizar a consulta à Procuradoria-Geral da Fazenda Nacional. §1º Na hipótese de que trata o inciso II, a Secretaria Executiva dará conhecimento da

Dentre outras mudanças, também houve uma especificação melhor das hipóteses de pedido de revisão⁹², previsto no art. 65 da Lei 9.784/1999⁹³.

requisição de parecer jurídico aos demais conselheiros, para fins de eventual complementação no prazo de cinco dias. §2º Recebido o parecer escrito, o Conselheiro que o tenha requisitado, na forma do inciso II, deverá restituir os autos para julgamento em até trinta dias. §3º Os Conselheiros poderão solicitar à Procuradoria-Geral da Fazenda Nacional que se pronuncie oralmente sobre questão jurídica incidental surgida durante o julgamento, sendo facultado ao Procurador da Fazenda Nacional solicitar vistas do processo, que deverá ser incluído na pauta de julgamento da sessão seguinte. (BRASIL. Portaria MF 68, de 26 de fevereiro de 2016. Disponível em: <http://fazenda.gov.br/orgaos/colégiados/crsfn/legislacao>. Acesso em: 2 de abril de 2019.)

⁹² [...] Art. 41. As decisões proferidas pelo CRSFN estão sujeitas a revisão, nos termos, nos limites e nas condições previstos no artigo 65 da Lei 9.784, de 29 de janeiro de 1999. §1º Para efeito do disposto no *caput*, consideram-se fatos novos ou circunstâncias relevantes: I - a decisão manifestamente contrária a texto expresso de lei ou à prova dos autos; II - a decisão baseada exclusivamente em depoimentos, exames ou documentos juridicamente inválidos; III - a verificação de prova nova da inocência do apenado, cuja existência a parte ignorava ou não pôde fazer uso à ocasião própria; IV - a decisão proferida por prevaricação, concussão, corrupção, impedimento ou incompetência absoluta; e V - a decisão fundada em erro de fato, resultante de atos ou de documentos do processo. §2º Serão admitidos como fatos novos ou circunstâncias relevantes apenas aqueles desconhecidos ou de impossível comprovação pela parte ao tempo do julgamento do recurso. §3º Considera-se erro de fato quando a decisão admitir um fato inexistente ou considerar inexistente um fato efetivamente ocorrido, sendo indispensável, num como noutro caso, que não tenha havido controvérsia nem pronunciamento administrativo sobre o fato. §4º Considera-se também passível de revisão a decisão fundada em lei ou ato normativo declarados inconstitucionais pelo Supremo Tribunal Federal. §5º Uma vez proferida a decisão revisanda pelo CRSFN, reputar-se-ão deduzidas e repelidas todas as alegações e defesas que a parte poderia expor para acolhimento do pleito. §6º O cancelamento ou a revisão de súmula do CRSFN não ensejará pedido de revisão. §7º Não cabe pedido de revisão por ofensa a literal disposição de lei, quando a decisão revisanda se tiver baseada em texto legal ou elemento de interpretação controvertida. Art. 42. A revisão poderá ser procedida a qualquer tempo, a pedido ou de ofício, antes de extinta a punibilidade. Parágrafo único. Não será admissível a reiteração do pedido, salvo se fundado em novas provas. Art. 43. Têm legitimidade para propor a revisão: I - o apenado; II - os Conselheiros e os Procuradores da Fazenda Nacional; e III - as autoridades administrativas que participaram da decisão de 1ª instância. Art. 44. Os pedidos de revisão serão dirigidos ao Presidente, que fará juízo de admissibilidade, podendo, para tanto, requisitar a manifestação do Procurador da Fazenda Nacional. §1º O pedido de revisão será processado por instrumento, formado pela parte interessada com cópia das peças principais do processo originário, sob pena de indeferimento sumário por decisão do Presidente. §2º O pedido de revisão formulado pelo órgão ou entidade recorridos poderá ser apresentado nos autos do processo, dispensada a formação de instrumento. §3º Não cabe recurso da decisão do Presidente que inadmitir o pedido de revisão. §4º O Colegiado poderá exercer novo juízo de admissibilidade nos pedidos de revisão preliminarmente admitidos pelo Presidente. §5º Autuado e numerado o pedido de revisão, o Presidente fará sua distribuição, mediante sorteio em sessão pública, a um Relator, excluindo o Conselheiro que haja servido como Relator do acórdão revisando. Art. 45. A revisão administrativa não suspende os efeitos da decisão, tampouco impede o exercício de atos executivos. Art. 46. Julgada procedente a revisão, o CRSFN poderá reformar a decisão ou anular o processo. Parágrafo único. Da revisão não poderá resultar agravamento da sanção. (BRASIL. Portaria MF 68, de 26 de fevereiro de 2016. Disponível em: <http://fazenda.gov.br/orgaos/colégiados/crsfn/legislacao>. Acesso em: 2 de abril de 2019.)

⁹³ Os pedidos de revisão não serão avaliados no presente trabalho. Os casos identificados, no entanto, serão registrados, assim como, os de embargos de declaração.

CAPÍTULO 2 – O PROCESSO SANCIONADOR NO MERCADO DE CAPITAIS

Neste capítulo abordar-se-á o processo sancionador no mercado de capitais. Desse modo, inicia-se pela atividade sancionadora da CVM e pelo procedimento de apuração de irregularidades. Depois enfoca em algumas das principais mudanças trazidas pela legislação ao regime sancionador. Aborda também as infrações administrativas analisadas na pesquisa e, ao final, destaca-se o processo no CRSFN.

2.1 O Processo na CVM

2.1.1 Processo e Procedimentos

O figurino constitucional trazido pela Carta de 1988 agasalhou a expressão processo administrativo⁹⁴ em seu art. 5º, inciso LV⁹⁵, a saber: “*aos litigantes, em processo judicial ou administrativo, e aos acusados em geral são assegurados o contraditório e ampla defesa, com os meios e recursos a ela inerentes*”⁹⁶”.

No que tange à distinção dos termos processo e procedimento⁹⁷, adota-se a posição de Carmen Lúcia Antunes Rocha:

O processo é o meio que pode se desenvolver por mais de um modo, que é o procedimento. (...) O processo é instrumento; o procedimento é a maneira de fazer ou agir, ou, como na hipótese em foco, de conduzir o processo. O processo identifica o objeto e a forma de exercer determinadas atividades administrativas; o procedimento é o modo de aperfeiçoar esta atividade⁹⁸.

⁹⁴ A expressão aparece também no inciso II do §1º do art. 41 da Constituição quando ela trata da perda da estabilidade do servidor público: Art. 41. São estáveis após três anos de efetivo exercício os servidores nomeados para cargo de provimento efetivo em virtude de concurso público. §1º O servidor público estável só perderá o cargo: (...) II - mediante processo administrativo em que lhe seja assegurada ampla defesa;

⁹⁵ A presença tópica do processo administrativo no Capítulo 1 da Constituição confere-lhe o status de garantia fundamental. Sobre o tema: MEDAUAR, Odete. A processualidade no direito administrativo. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1993.

⁹⁶ Cf. inciso LV, do art. 5º, da Constituição da República Federativa do Brasil, de 5 de outubro de 1988.

⁹⁷ Há doutrinadores que utilizam ambos os termos indistintamente, por todos, Celso Antônio: Temos, até o presente, nos referido a procedimento ou processo porque os autores e até as leis mencionadas divergem sobre a terminologia adequada para batizar tal fenômeno. Não há negar que a nomenclatura mais comum no Direito Administrativo é procedimento, expressão que se consagrou entre nós, reservando-se, no Brasil, o *nomen juris* processo para os casos contenciosos, a serem solutos por um “julgamento administrativo”, como ocorre no “processo tributário” ou nos “processos disciplinares dos servidores públicos”. Não é o caso de armar-se um “cavalo de batalha” em tomo de rótulos. Sem embargo, cremos que a terminologia adequada para designar o objeto em causa é “processo”, sendo “procedimento” a modalidade ritual de cada processo. É provável, ou ao menos muito possível, que a partir da lei federal, em sintonia com ela, comece a se disseminar no País a linguagem “processo”. Quanto a nós, tendo em vista que não há pacificação sobre este tópico e que em favor de uma milita a tradição (“procedimento”) e em favor de outra a recente terminologia legal (“processo”), daqui por diante usaremos indiferentemente uma ou outra. (MELLO, Celso Antônio Bandeira de. Curso de direito administrativo. 27. ed. São Paulo: Malheiros Editores, 2010. pp. 487-488.)

⁹⁸ ROCHA, Cármen Lúcia Antunes. Princípios constitucionais do processo administrativo brasileiro. Rio de Janeiro: Revista de direito administrativo, vol. 209, 1997. p. 190.

Destaca-se, contudo, posição contrária de Carlos Ari Sundfeld:

Em trabalho acadêmico anterior à Constituição de 1988 e às leis gerais manifestei minha preferência pela expressão “procedimento administrativo”, que nos aproxima mais de nossos vizinhos da América Latina e teria a vantagem de destacar que as normas legais sobre processo judicial não se aplicam diretamente aos procedimentos (...)⁹⁹.

Compreende-se assim o procedimento como o *iter* ou caminho¹⁰⁰ pelo qual se desenvolve o processo.

A par dessa distinção doutrinária, o que importa é a valorização do processo na moderna dogmática administrativa. Sobre o tema, Patrícia Baptista:

Assiste-se de qualquer forma, na atualidade, a uma indiscutível revalorização do papel do processo administrativo na moderna dogmática administrativa, seja pelos ganhos organizacionais e de eficiência que propicia, seja como instrumento de realização e de garantia dos direitos fundamentais. Além disso, avulta a função legitimadora dos processos administrativos, como resultado do maior envolvimento das partes nas tomadas de decisão pela Administração¹⁰¹.

Na CVM, de acordo com a Instrução CVM 607/2019, o processo sancionador se desenvolve a partir de dois caminhos: o procedimento ordinário e o procedimento simplificado.

Antes de adentrarmos nos procedimentos ordinário e simplificado do processo sancionador importa tratar da fase pré-sancionatória.

Esta fase, segundo o art. 3º da Instrução CVM 607/2019¹⁰², incumbe às Superintendências da CVM, que deverão apurar indícios de ocorrências de infrações.

⁹⁹ SUNDFELD, Carlos Ari. Direito Administrativo para Céticos. 2. ed. São Paulo: Malheiros, 2014. p. 308.

¹⁰⁰ Parecer ter sido esse o posicionamento presente na versão original da Lei 9.784/1999. Como exemplo, basta ver o teor do seu art. 47, a saber: O órgão de instrução que não for competente para emitir a decisão final elaborará relatório indicando o pedido inicial, o conteúdo das fases do procedimento e formulará proposta de decisão, objetivamente justificada, encaminhando o processo à autoridade competente. Fala-se em versão original, pois posteriormente a referida Lei foi alterada pela Lei 12.008/2009 que introduziu artigo 69-A *caput* com a seguinte redação: Art. 69-A. Terão prioridade na tramitação, em qualquer órgão ou instância, os procedimentos administrativos em que figure como parte ou interessado: (...).

¹⁰¹ BAPTISTA, Patrícia. Transformações do Direito Administrativo. Rio de Janeiro: Renovar, 2003. p. 303.

¹⁰² Cf. *caput* do Art. 3º: Caberá às superintendências a investigação de infrações administrativas, a instrução processual e a instauração de processo administrativo sancionador destinados a apurar atos ilegais e práticas não equitativas de administradores, membros do conselho fiscal, os integrantes de comitê estatutário e acionistas de companhias abertas, dos intermediários e dos demais participantes do mercado. (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução CVM 607, de 17 de junho de 2019. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst607.html>. Acesso em: 20 de agosto de 2019.)

Da apuração, poderão resultar: procedimentos de prevenção¹⁰³ e orientação¹⁰⁴ (*Stop Order* e Ofício de Alerta¹⁰⁵)¹⁰⁶, Inquéritos Administrativos¹⁰⁷ e Processos Administrativos Sancionadores¹⁰⁸.

A Lei 6.385/1976, na alínea “g” do inciso I do art. 9º, possibilita que a CVM solicite informações “*de outras pessoas quaisquer, naturais ou jurídicas, quando da ocorrência de qualquer irregularidade a ser apurada nos termos do inciso V deste artigo, desde que, direta ou indiretamente, tenham tido qualquer participação nessas irregularidades*”¹⁰⁹.

A mencionada Lei possibilitou ainda à CVM, no inciso I do art. 9º, intimar pessoas “*a prestar informações, ou esclarecimentos, sob cominação de multa*”¹¹⁰.

Sobre o procedimento investigativo, convém salientar que o art. 9º, §2º, da Lei 6.385/1976 estabelece a possibilidade de ser “*assegurado o sigilo necessário à elucidação dos fatos ou exigido pelo interesse público*”¹¹¹.

¹⁰³ O *Stop Order* (Alerta de Suspensão) é uma medida de natureza cautelar baixada pela CVM, com o objetivo de prevenir ou corrigir situações anormais de mercado detectadas pela Autarquia.

¹⁰⁴ O Ofício de Alerta comunica irregularidades que não justificam a instauração de inquérito administrativo ou o oferecimento de termo de acusação.

¹⁰⁵ Os Ofícios de Alerta foram criados pela Deliberação CVM 542/2008.

¹⁰⁶ Até 05/05/2020, 117 (cento e dezessete) alertas de suspensão foram registrados. A CVM disponibiliza link: http://www.cvm.gov.br/menu/investidor/alertas/alertas_deliberacoes_cvm.html. Acesso em: 10 mai. 2020.

¹⁰⁷ A instauração de inquérito administrativo incumbe às superintendências e será conduzido pela SPS: Art. 8º Compete às superintendências apresentar proposta de instauração de inquérito administrativo, dirigida à Superintendência Geral, que poderá: I – aprovar a instauração de inquérito administrativo para apurar os indícios de infração às normas do mercado de valores mobiliários; ou II – devolver o processo administrativo às superintendências, quando entender não haver justa causa para a instauração do inquérito. Parágrafo único. Considera-se instaurado o inquérito administrativo na data da Portaria do Superintendente Geral que dispuser sobre sua instauração. Art. 9º O inquérito administrativo deverá ser conduzido pela Superintendência de Processos Sancionadores – SPS. Art. 10. Os trabalhos de investigação deverão ser concluídos em 120 (cento e vinte) dias contados da data de instauração do inquérito administrativo, podendo tal prazo ser prorrogado, mais de uma vez, por meio de pedido motivado encaminhado à Superintendência Geral, com indicação de novo prazo. Parágrafo único. Caberá à Superintendência Geral, com base na motivação que lhe for apresentada, apreciar o pedido de prorrogação de prazo, podendo, em sendo o caso, fixar prazo inferior ao solicitado. Art. 11. Apurados indícios suficientes quanto à autoria e à materialidade da infração, a SPS deverá elaborar peça de acusação, observando o disposto nos arts. 5º, 6º e 7º desta Instrução. (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução CVM 607, de 17 de junho de 2019. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst607.html>. Acesso em: 20 de agosto de 2019.)

¹⁰⁸ Claro que a apuração pelas Superintendências poderá levar à conclusão de que não há indícios da prática de irregularidades ou que existem causas de extinção de punibilidade e, nesse sentido, não será lavrado termo de acusação. Dessa decisão cabe recurso ao Colegiado da CVM, nos termos do §4º do art. 4º da Instrução CVM 607/2019: Art. 4º Considerando as informações obtidas na investigação das infrações administrativas, as superintendências poderão: I – deixar de lavrar termo de acusação nos casos em que: a) concluir pela inexistência de irregularidades ou pela extinção da punibilidade; ou b) restar demonstrada a pouca relevância da conduta, a baixa expressividade da ameaça ou da lesão ao bem jurídico tutelado e a possibilidade de utilização de outros instrumentos ou medidas de supervisão que julgarem mais efetivos; (...) § 4º Somente caberá recurso da decisão contida no inciso I, do *caput*, se ausente a fundamentação ou caso esteja em desacordo com posicionamento prevalecente no Colegiado. (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução CVM 607, de 17 de junho de 2019. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst607.html>. Acesso em: 20 de agosto de 2019.)

¹⁰⁹ Cf. alínea “g”, do inciso I, do art. 9º da Lei 6.385, de 7 de dezembro de 1976.

¹¹⁰ Cf. inciso I, do art. 9º da Lei 6.385, de 7 de dezembro de 1976.

¹¹¹ Cf. §2º, do art. 9º da Lei 6.385, de 7 de dezembro de 1976.

Concluindo o inquérito administrativo pela existência de indícios suficientes de autoria e materialidade da infração, a SPS deverá elaborar peça de acusação¹¹².

Não obstante a necessidade de individualização das condutas, muitas vezes, não haverá uma prova direta capaz de atestar a autoria e materialidade. Nesse sentido, o recurso à prova indiciária é plenamente possível. Na esfera do processo administrativo sancionador, não se exige a produção de uma prova acima de qualquer dúvida razoável. Sobre o tema lecionam Alexandre Pinheiro dos Santos, Fábio Medina Osório e Julya Sotto Mayor Wellisch:

Portanto, e na medida em que não há hierarquia de provas no sistema brasileiro, mas sim o princípio do livre convencimento motivado, é possível afirmar que o indício vale como qualquer outro meio de prova, embora deva ser sempre analisado em conjunto com os demais elementos detectados e no contexto ao qual se refira. Em cada caso concreto, incumbe ao julgador sopesar o indício na sua condição de prova, à luz das circunstâncias específicas. Uma coleção artesanal de indícios, coerentes e concatenados, pode gerar a certeza jurídica reclamada para a condenação, daí por que o indício deve ser sopesado sempre no seu devido contexto, sob uma perspectiva conglobante e na logicidade interna e externa do conjunto de elementos referentes ao caso¹¹³.

Saliente-se, por fim, a distinção entre peça de acusação e termo de acusação. Aquela resulta de inquérito administrativo conduzido pela SPS. Já o termo de acusação¹¹⁴ é apresentado por qualquer das Superintendências quando entenderem presentes indícios suficientes de que houve infração administrativa.

Por fim, antes de adentrarmos nos procedimentos, importa falar a respeito de uma importante forma de solução pacífica de controvérsias. Trata-se do Termo de Compromisso.

Sobre a natureza jurídica do Termo de Compromisso, Antonio Carlos Verzola:

Trata-se de acordo firmado entre as partes, de um lado, a Comissão de Valores Mobiliários e, de outro, o acusado, que equivale à transação, instituto de uso corrente em sede de direito civil, que provoca a suspensão do processo, mediante o compromisso de cumprimento de certas condições previstas em lei e que pode ser discricionariamente aceito ou não pelo órgão regulador de mercado¹¹⁵.

¹¹² [...] Art. 11 Apurados indícios suficientes quanto à autoria e à materialidade da infração, a SPS deverá elaborar peça de acusação, observando o disposto nos arts. 5º, 6º e 7º desta Instrução. (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução CVM 607, de 17 de junho de 2019. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst607.html>. Acesso em: 20 de agosto de 2019.)

¹¹³ SANTOS, Alexandre Pinheiro dos; OSÓRIO, Fábio Medina; WELLISCH, Julya Sotto Mayor. Mercado de Capitais: regime sancionador. São Paulo: Saraiva, 2012. p. 204.

¹¹⁴ [...] Art. 6º Nas hipóteses em que a superintendência considerar que dispõe de elementos conclusivos quanto à autoria e à materialidade da irregularidade constatada, deverá ser lavrado termo de acusação do qual constará: (...) (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução CVM 607, de 17 de junho de 2019. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst607.html>. Acesso em: 20 de agosto de 2019.)

¹¹⁵ VERZOLA, Antonio Carlos. Processos Sancionadores nos mercados financeiro e de capitais – Bacen e CVM. Rio de Janeiro: Renovar, 2012. p. 110.

Esse acordo substitutivo firmado entre as partes é exemplo da consensualidade administrativa no mercado de capitais

Diogo de Figueiredo Moreira Neto destaca o papel da consensualidade e da evolução do direito administrativo em seu tratamento:

As vantagens da composição consensual de conflitos pela via administrativa prescindem de ser aqui tratadas, pois são sobejamente conhecidas, mas a sua importância sociopolítica, enquanto via de fomento de civismo, de aperfeiçoamento da participação cívica e de agilização das relações socioeconômicas, deve ser destacada. O atraso observado na aceitação das vias negociais administrativas se deve à visão imperativa, que as considerava interditas para o Direito Administrativo, uma visão herdada da doutrina francesa e bastante arraigada em todos os sistemas que, como o nosso, receberam durante muitos anos sua influência quase hegemônica. Tecnicamente, afastadas as convicções ideologizadas pelo tempo e pela inércia, a objeção central se prendia à interpretação do princípio da indisponibilidade do interesse público. Segundo a óptica então dominante, a negociação na esfera administrativa seria negociar com o interesse público, o que proscreveria todos os instrumentos do gênero: a conciliação, a mediação, a arbitragem e os ajustes de conduta. Ora, distintamente do que se possa aceitar sem maiores indagações, em todas as modalidades preventivas e de composição de conflitos em que se envolva a Administração Pública, no âmbito do Direito Administrativo, jamais se cogita negociar o interesse público, mas de negociar os modos de atingi-lo com maior eficiência¹¹⁶.

Especificamente sobre o Termo de Compromisso na CVM, destaca Taimi Haensel:

Também chamou a nossa atenção a flexibilidade do instituto, que permite a cessação imediata da conduta infratora e a recomposição do dano de forma mais célere – e, em certos casos, mais adequada – do que se o trâmite ordinário do processo sancionador fosse cumprido ou do que se o caso fosse eventualmente levado a apreciação do Poder Judiciário. E este é justamente um dos benefícios apregoados em relação aos termos de compromisso¹¹⁷.

Quanto ao procedimento na CVM, deve o interessado apresentar a proposta se comprometendo com a cessação de atividades ilícitas ou correção de irregularidades, reparando os prejuízos, quando for o caso¹¹⁸.

¹¹⁶ MOREIRA NETO, Diogo. Novas mutações juspolíticas: em memória de Eduardo García de Enterría, jurista de dois mundos. Belo Horizonte: Fórum, 2016. p. 188.

¹¹⁷ HAENSEL, Taimi. O Termo de Compromisso no âmbito da Comissão de Valores Mobiliários: aspectos atuais. In: PENTEADO, Mauro Rodrigues; MUNHOZ, Eduardo Secchi (coord.). Mercado de Capitais Brasileiro: Doutrina, Cases e Material. São Paulo: Quartier Latin, 2012. pp. 349-350.

¹¹⁸ [...] Art. 82. O interessado na celebração de termo de compromisso poderá apresentar proposta escrita à CVM, na qual se comprometa a: I – cessar a prática de atividades ou atos considerados ilícitos, se for o caso; e II – corrigir as irregularidades apontadas, inclusive indenizando os prejuízos. §1º O interessado deverá manifestar sua intenção de celebrar termo de compromisso no prazo para a apresentação de defesa. §2º A proposta completa de termo de compromisso deverá ser encaminhada à CCP em até 30 (trinta) dias após a apresentação de defesa. §3º Será admitida a apresentação de proposta de celebração de termo de compromisso ainda antes ou na fase de apuração preliminar dos fatos, que, neste caso, deverá ser encaminhada à superintendência responsável pela apuração. (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução CVM 607, de 17 de junho de 2019. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst607.html>. Acesso em: 20 de agosto de 2019.)

Até o término da apresentação da defesa deve o interessado manifestar sua intenção de celebrar termo de compromisso¹¹⁹ - o que não impede que a proposta de termo de compromisso seja apresentada antes ou na fase preliminar de apuração dos fatos.

A proposta será analisada pelo Comitê de Termo de Compromisso, ouvida a PFE sobre a legalidade da proposta¹²⁰.

Em casos excepcionais, poderá o relator do processo analisar proposta de termo de compromisso fora do prazo de que trata o art. 82 da Instrução CVM 607/2019. Isso acontecerá, segundo o disposto no art. 84 do mesmo ato normativo, quando tal medida for a adequada para atender ao interesse público e sob determinadas condições¹²¹.

Destaca-se que, em caso de possível danos aos investidores, pode a CVM notificá-los para apresentar dados a respeito da extensão dos prejuízos¹²².

¹¹⁹ [...] Art. 29. [...] §1º O interessado deverá manifestar sua intenção de celebrar termo de compromisso até o término do prazo para a apresentação de defesa, e sem prejuízo do ônus de apresentação desta. § 2º A manifestação de intenção ou a apresentação de proposta de termo de compromisso não suspende nem interrompe o prazo para apresentação da defesa. (COMISSÃO DE VALORES MOBILIARIOS. Instrução CVM 607, de 17 de junho de 2019. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst607.html>. Acesso em: 20 de agosto de 2019.)

¹²⁰ [...] Art. 83. Ouvida a PFE sobre a legalidade da proposta de termo de compromisso, a Superintendência Geral submeterá a proposta de termo de compromisso ao Comitê de Termo de Compromisso, que deverá apresentar parecer sobre a oportunidade e a conveniência na celebração do compromisso, e a adequação da proposta formulada pelo acusado ou investigado, propondo ao Colegiado sua aceitação ou rejeição, tendo em vista os critérios estabelecidos no art. 86. §1º A composição e o funcionamento do Comitê de Termo de Compromisso serão disciplinados por Portaria do Presidente da CVM. §2º Além do titular da Superintendência Geral, que o coordenará, o Comitê de Termo de Compromisso será formado por, no mínimo, 5 (cinco) superintendentes expressamente designados pelo Presidente da CVM. §3º O Comitê de Termo de Compromisso deverá manifestar-se sobre a proposta de termo de compromisso no prazo máximo de 30 (trinta) dias, contado da data do recebimento do parecer da PFE. §4º O Comitê de Termo de Compromisso, se entender conveniente, poderá, antes da elaboração do seu parecer, negociar com o proponente as condições da proposta de termo de compromisso que lhe pareçam mais adequadas. §5º A negociação entre o Comitê de Termo de Compromisso e o proponente deverá ser concluída no prazo máximo de 120 (cento e vinte) dias, sendo facultado ao proponente, ao término das negociações, aditar os termos de sua proposta inicial, no prazo assinalado pelo Comitê. §6º No caso de o Comitê de Termo de Compromisso entender que é conveniente incluir na negociação de proposta de termo de compromisso outro caso ou questão ainda sem proposta apresentada, o prazo máximo de negociação será acrescido de 90 (noventa) dias. §7º Sem prejuízo dos demais prazos previstos neste artigo, não se aplica o prazo mínimo de que trata o art. 25, §4º, desta instrução, aos atos de negociação de propostas de termo de compromisso. (COMISSÃO DE VALORES MOBILIARIOS. Instrução CVM 607, de 17 de junho de 2019. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst607.html>. Acesso em: 20 de agosto de 2019.)

¹²¹ [...] Art. 84. Em casos excepcionais, nos quais se entenda que o interesse público determina a análise de proposta de celebração de termo de compromisso apresentada fora do prazo a que se refere o art. 82, tais como os de oferta de indenização integral aos lesados pela conduta objeto do processo e de modificação da situação de fato existente quando do término do referido prazo, a análise e negociação da proposta poderá ser realizada pelo Diretor Relator. §1º Ouvida a PFE quanto à legalidade da proposta, o Relator submeterá a matéria à apreciação do Colegiado com proposta de aceitação ou rejeição da proposta. §2º O Relator poderá encaminhar a proposta à Superintendência Geral para que seja adotado o trâmite de que trata o art. 83. (COMISSÃO DE VALORES MOBILIARIOS. Instrução CVM 607, de 17 de junho de 2019. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst607.html>. Acesso em: 20 de agosto de 2019.)

¹²² [...] Art. 85. Na hipótese de serem detectados danos a investidores e a fim de instruir a análise da proposta, a CVM poderá, a seu critério, notificá-los para que forneçam informações quanto à extensão dos prejuízos que tiverem suportado e ao valor da reparação. §1º A participação do investidor lesado não lhe confere a condição de parte no processo administrativo. §2º Havendo investidores prejudicados em número indeterminado e de

Aprovada a celebração, “*será lavrado o respectivo termo, que será assinado pelo Presidente da CVM e pelo comprometente*¹²³.”

Os efeitos da celebração são a suspensão do processo em andamento pelo prazo estipulado no acordo ou não instauração de processo sancionador quando o termo for proposto na fase preliminar de apuração ou antes¹²⁴.

Na hipótese de que as obrigações avençadas não sejam cumpridas, “*o processo será instaurado ou seu curso retomado, conforme o caso, sem prejuízo das penalidades ou de outras medidas eventualmente cabíveis*¹²⁵.”

Ainda que o termo de compromisso¹²⁶ não seja objeto da presente pesquisa¹²⁷, menciona-se advertência feita por Vinícius Chaves e Abel Rafael Soares no sentido de possível uso demasiado do instrumento a partir de levantamento de dados realizados entre os anos de 2009 e 2014¹²⁸:

Percebe-se, através dos dados consolidados, a utilização demasiada, pela CVM, do permissivo que lhe possibilita a celebração, como resposta alternativa à aplicação das penalidades previstas na Lei 6.385/1976, do acordo substitutivo com os infratores dos arcabouços legal e regulatório, bem como das práticas equitativas no mercado de capitais. Registre-se que também foram observados casos em que as propostas de acordos substitutivos foram rejeitadas pela autarquia. Os dados indicam que, embora o acordo possa ser compreendido como um importante mecanismo no âmbito da regulação do mercado de capitais porque caracteriza uma maior abertura do sistema normativo aos agentes do mercado e garante espaço para reações alternativas à pura e simples aplicação de penalidades, com possibilidades de negociação entre a autarquia e os acusados, para suspender e encerrar processos, fixar indenizações etc - , o seu uso demasiado implica em desvirtuamento de suas finalidades, dos fundamentos da disciplina normativa do mercado e do conjunto de funções atribuídas à CVM¹²⁹.

identidade desconhecida, a CVM poderá, em comum acordo com o proponente e às suas expensas, fazer publicar editais convocando tais investidores para o fim de sua identificação e quantificação dos valores individuais a lhes serem pagos a título de indenização. (COMISSÃO DE VALORES MOBILIARIOS. Instrução CVM 607, de 17 de junho de 2019. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst607.html>. Acesso em: 20 de agosto de 2019.)

¹²³ Cf. art. 87 da Instrução CVM 607, de 17 de junho de 2019.

¹²⁴ [...] Art. 88. A celebração do termo de compromisso tem por efeito: I – a suspensão do processo administrativo em curso, pelo prazo estipulado para o cumprimento do compromisso; ou II – a não instauração de processo administrativo sancionador, nos casos em que a proposta for apresentada ainda em fase de apuração ou antes desta. (COMISSÃO DE VALORES MOBILIARIOS. Instrução CVM 607, de 17 de junho de 2019. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst607.html>. Acesso em: 20 de agosto de 2019.)

¹²⁵ Cf. art. 90 da Instrução CVM 607, de 17 de junho de 2019.

¹²⁶ A CVM disponibiliza mecanismo de busca que permite acessar as propostas de Termo de Compromisso: <http://www.cvm.gov.br/decisoies/index.html>. Acesso em: 5 de setembro de 2019.

¹²⁷ Com base nesse link das propostas de Termo de Compromisso, foi realizado levantamento utilizando os nomes das infrações e a mesma data de corte da pesquisa. Foram encontrados os seguintes resultados, sem depuração, a saber: a) criação de condições artificiais de demanda, oferta e preço (28 propostas); b) manipulação de preços (58 propostas); c) operação fraudulenta (62 propostas); d) prática não equitativa (66 propostas) e e) uso de informação privilegiada (*insider trading*) (107 propostas).

¹²⁸ Os autores mencionam a existência de 405 (quatrocentos e cinco) acordos firmados no período.

¹²⁹ CHAVES, Vinicius Figueiredo Chaves. SOARES, Abel Rafael. Análise Crítica da Aplicação do Termo de Compromisso como Instrumento Regulatório do Mercado de Capitais. *Revista do Direito Público*. Londrina, v.11,

Feitas as considerações sobre o termo de compromisso, passa-se aos procedimentos ordinário e simplificado.

2.1.1.1 Procedimentos Ordinário e Simplificado¹³⁰

Sobre a estrutura do procedimento ordinário¹³¹, ela está delineada a partir do art. 20 e seguintes da Instrução CVM 607/2019. O art. 21¹³², por sua vez, assinala que se considera “*instaurado o processo sancionador com a citação*¹³³ dos acusados para a apresentação de defesa¹³⁴”.

n.1, p. 61-84, jan/abr. 2016. p. 78. Disponível em: <http://www.uel.br/revistas/uel/index.php/direitopub/article/view/23020>. Acesso em: 2 fevereiro de 2019.

¹³⁰ A Instrução CVM 607/2019 revogou a Deliberação CVM 538/2008 que tratava dos processos sancionadores. As acusações investigadas no presente trabalho seguiram o trâmite desse ato normativo. As novidades trazidas pela Instrução em vigor serão tratadas no item 3.1.2.3 do presente trabalho.

¹³¹ A Instrução CVM 607/2019 prevê a manifestação prévia do investigado antes mesmo da apresentação do termo de acusação: Art. 5º Previamente à formulação da acusação, as superintendências deverão diligenciar no sentido de obter diretamente do investigado esclarecimentos sobre os fatos que podem ser a ele imputados. Parágrafo único. Considera-se atendido o disposto no *caput* sempre que o investigado: I – tenha prestado depoimento pessoal ou se manifestado voluntariamente acerca dos fatos que podem ser a ele imputados; ou II – tenha sido oficiado para prestar esclarecimentos sobre os fatos que podem ser a ele imputados, ainda que não o faça. (COMISSÃO DE VALORES MOBILIARIOS. Instrução CVM 607, de 17 de junho de 2019. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst607.html>. Acesso em: 20 de agosto de 2019.)

¹³² Antes da citação, a Procuradoria Federal Especializada (PFE) será ouvida a respeito do Termo de Acusação: Art. 7º. Antes da citação dos acusados para apresentação de defesa, a PFE emitirá parecer sobre o termo de acusação, no prazo de 30 (trinta) dias contados da data de recebimento do termo de acusação, com o seguinte escopo: I – exame do cumprimento do art. 5º; II – análise objetiva da observância dos requisitos do art. 6º; e III – exame da adequação do rito adotado para o processo administrativo sancionador. §1º Considerando o parecer da PFE, a superintendência tomará as providências que considerar cabíveis, podendo, inclusive, arquivar o processo, adequar o rito processual ou realizar eventuais ajustes no termo de acusação. §2º O superintendente deverá justificar a não adoção de eventuais providências recomendadas pelo parecer. §3º O parecer da PFE não será obrigatório nos processos administrativos sancionadores submetidos ao rito simplificado de que trata o art. 73 desta Instrução. §4º Sem prejuízo da emissão do parecer de que trata este artigo, as superintendências poderão solicitar assessoramento jurídico direto à PFE ainda na fase de instrução. (COMISSÃO DE VALORES MOBILIARIOS. Instrução CVM 607, de 17 de junho de 2019. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst607.html>. Acesso em: 5 set. 2019.)

¹³³ A citação pode ser efetuada por três meios: Art. 22. A citação poderá ser efetuada por ciência no processo, por meio eletrônico ou por via postal. (COMISSÃO DE VALORES MOBILIARIOS. Instrução CVM 607, de 17 de junho de 2019. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst607.html>. Acesso em: 20 de agosto de 2019.)

¹³⁴ Cf. art. 21 da Instrução CVM 607, de 17 de junho de 2019.

Apresentada a defesa, no prazo de 30 (trinta) dias úteis¹³⁵ após a citação, será sorteado¹³⁶ pelo Colegiado um relator¹³⁷ que decidirá¹³⁸ a respeito dos pedidos de prova do acusado e demais diligências que se fizerem necessárias¹³⁹.

Segundo o art. 47 da Instrução CVM 607/2019, “o Colegiado poderá dar ao fato definição jurídica diversa da que constar do termo de acusação ou da peça acusatória (...)”¹⁴⁰

Nessa hipótese, os acusados poderão aditar as suas defesas no prazo de 30 (trinta) dias da intimação¹⁴¹.

No que concerne à produção das provas, o ônus recai sobre quem alega, podendo o relator determinar diligências além das requeridas pelo acusado¹⁴².

O julgamento é de competência do Colegiado e será realizado em sessão pública,

¹³⁵ Cf. art. 25 da Instrução CVM 607, de 17 de junho de 2019.

¹³⁶ Cf. art. 31 da Instrução CVM 607, de 17 de junho de 2019.

¹³⁷ Os casos de impedimento e suspeição estão elencados no art. 32 da Instrução CVM 607/2019: Art. 32. O membro do Colegiado estará impedido quando: I – for acusado; II – tenha interesse direto ou indireto na matéria; III – tenha participado ou venha a participar como perito, testemunha ou representante, ou se tais situações ocorrem quanto ao cônjuge, companheiro ou parente e afins até o terceiro grau; IV – for cônjuge, companheiro ou parente e afins até o terceiro grau de algum dos interessados; V – esteja litigando judicial ou administrativamente com o interessado ou respectivo cônjuge ou companheiro; ou VI – verificar-se a ocorrência de algum dos demais casos previstos em lei. § 1º Deverá ser declarada a suspeição quando tenha amizade íntima ou inimizade notória com algum dos interessados ou com os respectivos cônjuges, companheiros, parentes e afins até o terceiro grau. § 2º O impedimento ou a suspeição poderá ser declarada a qualquer tempo, sendo que, na primeira hipótese, deverá ser declinado o motivo. § 3º Os interessados nos processos sorteados poderão, na primeira oportunidade, arguir o impedimento ou a suspeição do relator designado, caso em que o referido relator poderá reconhecer a arguição na forma do § 2º. § 4º Na hipótese de o Relator não se declarar impedido ou suspeito, nos termos do § 3º, o processo será levado ao Colegiado para decisão, não participando o arguido da votação para exame do impedimento ou da suspeição. § 5º Ocorrendo qualquer das hipóteses de impedimento e suspeição, será imediatamente realizado novo sorteio, assegurada a compensação entre os processos distribuídos. (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução CVM 607, de 17 de junho de 2019. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst607.html>. Acesso em: 20 de agosto de 2019.)

¹³⁸ Cf. art. 43 da Instrução CVM 607, de 17 de junho de 2019.

¹³⁹ Após a designação do Relator, a Superintendência que propôs o Termo de Acusação poderá se manifestar acerca das razões da defesa e o acusado será intimado para apresentar nova manifestação, senão vejamos: Art. 38. Após a designação do Relator, a superintendência poderá, a seu critério, oferecer manifestação técnica complementar acerca das razões da defesa, no prazo de 30 (trinta) dias contados da reunião do Colegiado em que houver sido realizado o sorteio ou a distribuição por conexão. Parágrafo único. Na hipótese de a superintendência adotar a providência de que trata o *caput*, o Relator deverá abrir igual prazo para nova manifestação da defesa. (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução CVM 607, de 17 de junho de 2019. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst607.html>. Acesso em: 20 de agosto de 2019.)

¹⁴⁰ Cf. art. 47, *caput*, da Instrução CVM 607, de 17 de junho de 2019.

¹⁴¹ [...] Art. 47. O Colegiado poderá dar ao fato definição jurídica diversa da que constar do termo de acusação ou da peça acusatória, ainda que em decorrência de prova nela não mencionada, mas existente nos autos, devendo indicar os acusados afetados pela nova definição jurídica e determinar a intimação de tais acusados para aditamento de suas defesas, no prazo de 30 (trinta) dias a contar do recebimento da intimação, facultada a produção de novas provas, observado o disposto na Subseção IV. Parágrafo único. A intimação a que se refere o *caput* deverá ser acompanhada exclusivamente da ata contendo a decisão do Colegiado a respeito da nova definição jurídica dos fatos. (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução CVM 607, de 17 de junho de 2019. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst607.html>. Acesso em: 20 de agosto de 2019.)

¹⁴² [...] Art. 42. A prova da alegação incumbirá a quem a fizer, sendo, porém, facultado ao Relator determinar, a qualquer tempo, a realização de diligências, além daquelas eventualmente requeridas pelo acusado em sua defesa. (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução CVM 607, de 17 de junho de 2019. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst607.html>. Acesso em: 20 de agosto de 2019.)

convocada com 15 (dias) de antecedência pelo menos.

A sessão tem início com a leitura do relatório e posteriormente é franqueada a oportunidade para a defesa falar por até 15 (quinze) minutos¹⁴³. Após a manifestação oral da defesa, faculta-se à PFE a oportunidade de também se manifestar oralmente, situação que cria para a defesa mais uma chance de falar¹⁴⁴.

Ultrapassada a etapa das apresentações orais e eventual saneamento de controvérsias, iniciará o julgamento pelo voto do relator, seguido pelos demais¹⁴⁵.

As deliberações são tomadas por maioria de votos e a decisão deve conter relatório, fundamentos, conclusão e penalidades aplicadas, quando for o caso¹⁴⁶. A decisão, ainda que exista recurso, deverá ser publicada no sítio eletrônico da CVM¹⁴⁷.

O procedimento simplificado encontra-se regido a partir do art. 73 e seguintes da Instrução CVM 607/2019.

O procedimento simplificado é aplicável para infrações previstas no Anexo 73 da Instrução CVM 607/2019, as quais, “*em razão do seu nível de complexidade, não exigem dilação probatória ordinária*”¹⁴⁸.

O acusado terá o prazo de 15 (quinze) dias, a contar do recebimento da intimação, para apresentar manifestação a respeito do relatório elaborado pela Superintendência que houver formulado a acusação¹⁴⁹.

¹⁴³[...] Art. 52. Ao acusado ou ao seu representante legal será concedido o prazo máximo de 15 (quinze) minutos, prorrogáveis, a critério do Presidente da sessão, por até 15 (quinze) minutos, para que proceda à sustentação oral da defesa, após a leitura do relatório, observado o disposto no art. 51. (COMISSÃO DE VALORES MOBILIARIOS. Instrução CVM 607, de 17 de junho de 2019. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst607.html>. Acesso em: 20 de agosto de 2019.)

¹⁴⁴ [...] Art. 53. Após a sustentação oral da defesa, será facultado à PFE manifestar-se oralmente. Parágrafo único. Ocorrendo a manifestação da PFE, a defesa terá nova oportunidade de se pronunciar sobre o objeto de tal manifestação. (COMISSÃO DE VALORES MOBILIARIOS. Instrução CVM 607, de 17 de junho de 2019. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst607.html>. Acesso em: 20 de agosto de 2019.)

¹⁴⁵ Art. 57. Concluídas as apresentações orais, o Presidente tomará o voto do Relator e dos demais membros, preferencialmente em ordem crescente de antiguidade, podendo a sessão de julgamento ser suspensa por pedido de vista realizado por membro do Colegiado. (COMISSÃO DE VALORES MOBILIARIOS. Instrução CVM 607, de 17 de junho de 2019. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst607.html>. Acesso em: 20 de agosto de 2019.)

¹⁴⁶ [...] Art. 55. Na sessão de julgamento, a cada membro do Colegiado caberá um voto e as deliberações serão tomadas por maioria. Parágrafo único. Em caso de empate, deverá prevalecer a posição mais favorável ao acusado. [...] Art. 56. A decisão que vier a ser proferida conterá o relatório do processo, os fundamentos, a conclusão e as penalidades aplicadas, se for o caso. (COMISSÃO DE VALORES MOBILIARIOS. Instrução CVM 607, de 17 de junho de 2019. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst607.html>. Acesso em: 20 de agosto de 2019.)

¹⁴⁷ [...] Art. 59. A decisão proferida, independentemente de haver ou não recurso, será divulgada e publicada na Seção “Diário Eletrônico” da página da CVM na rede mundial de computadores na forma de ementa que contenha, no mínimo, a identificação dos acusados, as infrações a eles imputadas e as penalidades ou absolvições, conforme o caso. (COMISSÃO DE VALORES MOBILIARIOS. Instrução CVM 607, de 17 de junho de 2019. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst607.html>. Acesso em: 20 de agosto de 2019.)

¹⁴⁸ Cf. art. 73, *caput*, da Instrução CVM 607, de 17 de junho de 2019.

¹⁴⁹ [...] §1º do art. 73: Uma vez elaborado ou complementado o relatório de que trata este artigo, e desde que o

O relator deverá “*convocar sessão pública para julgamento do processo no prazo máximo de 120 (cento e vinte) dias contados da sua distribuição*”¹⁵⁰.

Com efeito, os processos sob o rito simplificado, por envolverem infrações de menor complexidade, não deveriam mesmo demandar uma análise demorada no âmbito da Administração Pública, pelo simples fato de que isso descaracteriza por completo a própria natureza do procedimento. A apreciação pelo Superintendente e o julgamento de recurso pelo Colegiado da CVM parecem mais do que suficientes para esses casos de menor gravidade, respeitados, inclusive, todos os direitos e garantias constitucionais e legais.

2.1.1.2 Penalidades aplicáveis

A CVM poderá impor aos infratores as seguintes penalidades ¹⁵¹ isoladas ou cumulativamente: a) advertência; b) multa; c) inabilitação temporária até o máximo de 20 (vinte) anos, para o exercício de cargo e de atividades; d) suspensão da autorização ou registro para o exercício das atividades; e) proibição temporária, até o máximo de vinte anos, de praticar determinadas atividades ou operações; e f) proibição temporária, até o máximo de 10 (dez) anos, de atuar, direta ou indiretamente, em uma ou mais modalidades de operação no mercado de valores mobiliários¹⁵².

No que concerne à multa, ela não poderá exceder R\$ 50.000.000,00 (cinquenta milhões de reais); o dobro do valor correspondente a emissão ou operação irregular; o triplo do montante da vantagem econômica obtida ou da perda evitada e o dobro do prejuízo causado aos investidores em decorrência do ilícito¹⁵³.

acusado não seja revel, deverá o acusado ser intimado para, no prazo de 15 (quinze) dias, apresentar manifestação específica sobre o relatório, após o que, com ou sem manifestação, o processo seguirá para designação de Relator. (COMISSÃO DE VALORES MOBILIARIOS. Instrução CVM 607, de 17 de junho de 2019. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst607.html>. Acesso em: 20 de agosto de 2019.)

¹⁵⁰ Cf. art. 75 da Instrução CVM 607, de 17 de junho de 2019.

¹⁵¹ As penalidades estão previstas no art. 11 da Lei 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Optou-se pela citação da Instrução CVM 607, de 17 de junho de 2019, apenas para manter a padronização adotada nessa parte do trabalho.

¹⁵² [...] Art. 60. A CVM poderá impor as seguintes penalidades, isolada ou cumulativamente: I – advertência; II – multa; III – inabilitação temporária, até o máximo de 20 (vinte) anos, para o exercício de cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários; IV – suspensão da autorização ou registro para o exercício das atividades de que trata a Lei nº 6.385, de 1976; V – inabilitação temporária, até o máximo de 20 (vinte) anos, para o exercício das atividades de que trata a Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976; VI – proibição temporária, até o máximo de 20 (vinte) anos, de praticar determinadas atividades ou operações, para os integrantes do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários; e VII – proibição temporária, até o máximo de 10 (dez) anos, de atuar, direta ou indiretamente, em uma ou mais modalidades de operação no mercado de valores mobiliários. (COMISSÃO DE VALORES MOBILIARIOS. Instrução CVM 607, de 17 de junho de 2019. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst607.html>. Acesso em: 20 de agosto de 2019.)

¹⁵³ Cf. art. 61 da Instrução CVM 607, de 17 de junho de 2019.

Nas hipóteses de reincidência serão aplicadas, alternativamente, multa até o triplo desses valores.¹⁵⁴

Inovação importante trazida pela Instrução CVM 607/2019 diz respeito à dosimetria das penalidades aplicáveis.

Têm-se agora critérios mais objetivos para a penalidade de multa com pena-base dependendo da natureza da infração¹⁵⁵. A CVM dividiu as infrações administrativas em grupos e instituiu para cada um deles um valor máximo de penalidade de multa para a pena-base¹⁵⁶.

A partir da pena-base, verificam-se as circunstâncias atenuantes ou agravantes que podem aumentar ou reduzir a pena-base em até 25% (vinte e cinco por cento)¹⁵⁷.

Pode a CVM considerar ainda penalidades já aplicadas por ela própria ou outras autoridades¹⁵⁸. Importante registrar que a Instrução CVM 607, de 17 de junho de 2019, obriga a CVM a observar a proporcionalidade nos procedimentos e na imposição de penalidades¹⁵⁹.

¹⁵⁴ [...] Art. 61. A penalidade de multa não deverá exceder o maior dos seguintes valores: I – R\$ 50.000.000,00 (cinquenta milhões de reais); II – o dobro do 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. §1º Nas hipóteses de reincidência, poderá ser aplicada multa de até o triplo dos valores fixados nos incisos I a IV do *caput*. (COMISSÃO DE VALORES MOBILIARIOS. Instrução CVM 607, de 17 de junho de 2019. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst607.html>. Acesso em: 20 de agosto de 2019.)

¹⁵⁵ As infrações de que trata o presente trabalho estão no Grupo V (subdivisão VI e VIII), ou seja, com pena-base de R\$ 20.000.000,00 (vinte milhões de reais). Ressalte-se, contudo, que a data de corte da pesquisa é 31/12/2018. Portanto, não foram avaliados processos julgados pelo Colegiado da CVM já sob a égide da nova Instrução CVM 607/2019, que passou a ser aplicada aos processos em curso a partir de 1º de setembro de 2019, conforme o disposto no art. 112 da referida Instrução, resguardadas as infrações praticadas antes de 14 de novembro de 2017, quando entrou em vigor a Lei 13.506/2017. Na base da presente pesquisa, o processo mais recente foi julgado pela CVM em 13 de novembro de 2018 e analisou infrações cometidas de janeiro de 2013 a outubro de 2014.

¹⁵⁶ [...] §1º do art. 63 da Instrução CVM 607/2019: §1º Se adotado o critério de que trata o art. 61, inciso I, a pena-base da multa deverá observar os limites aplicáveis a cada infração, previstos no Anexo 63, sem prejuízo da aplicação cumulativa de outras modalidades de pena descritas no art. 60 desta Instrução. (COMISSÃO DE VALORES MOBILIARIOS. Instrução CVM 607, de 17 de junho de 2019. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst607.html>. Acesso em: 20 de agosto de 2019.)

¹⁵⁷ [...] §1º do art. 65 da Instrução CVM 607/2019: A penalidade de multa será acrescida em até 25% (vinte e cinco por cento) para cada agravante verificada. (COMISSÃO DE VALORES MOBILIARIOS. Instrução CVM 607, de 17 de junho de 2019. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst607.html>. Acesso em: 20 de agosto de 2019.)

¹⁵⁸ [...] Parágrafo único do art. 62 da Instrução CVM 607/2019: Parágrafo único. O Colegiado considerará na dosimetria as demais sanções relativas aos mesmos fatos, aplicadas definitivamente por outras autoridades, cabendo ao acusado demonstrar, até o julgamento do processo pelo Colegiado, o cabimento dessa circunstância.

¹⁵⁹ [...] Art. 2º Nos procedimentos de que trata esta Instrução, a CVM observará os princípios da legalidade, da finalidade, da motivação, da razoabilidade, da proporcionalidade, da moralidade, da ampla defesa, do contraditório, da segurança jurídica, do devido processo legal, da presunção de inocência, da celeridade processual, do interesse público, da impessoalidade, da eficiência e da publicidade. [...] Art. 63. Na fixação da pena-base, o Colegiado observará os princípios da proporcionalidade e da razoabilidade, bem como a capacidade econômica do infrator e os motivos que justifiquem a imposição da penalidade. [...] Art. 69. A CVM poderá proibir os condenados de contratar, por até 5 (cinco) anos, com instituições financeiras oficiais e de participar de licitação que tenha por objeto aquisições, alienações, realizações de obras e serviços e concessões de serviços públicos, no âmbito da administração pública federal, estadual, distrital e municipal e das entidades da administração pública indireta. Parágrafo único. A penalidade de que trata o *caput* é restrita às infrações de natureza grave e sua aplicação observará os princípios da razoabilidade e da proporcionalidade, sem prejuízo das demais penalidades previstas nesta Seção. (COMISSÃO DE VALORES MOBILIARIOS. Instrução CVM 607, de 17 de junho de 2019.)

Fábio Medina Osório destaca a importância da proporcionalidade para o resguardo dos direitos fundamentais:

A proporcionalidade, juntamente com o preceito da proibição de excesso, é resultante da essência dos direitos fundamentais e do caráter aberto dos sistemas jurídicos, que demandam processos decisórios repletos de ponderações e raciocínios fundamentados. Proíbem-se intervenções desnecessárias e excessivas, apesar do fato de que o excesso ou a desnecessidade nem sempre resultam claramente definidos em leis ou nas Constituições¹⁶⁰.

Assim, trata-se de postulado obrigatório no direito sancionador e que necessita de um olhar atento para a motivação das decisões que implicam a imposição de penalidades.

Claro que, como salientado por Alice Voronoff, a sanção administrativa, diferente da penal, distancia-se de um juízo de reprovação moral:

Na seara administrativa, o viés conformativo e prospectivo da sanção, dissociado, como regra, de um juízo de reprovação moral, evidencia a importância da lógica de incentivos subjacente a esse ferramental e a necessidade de que seja responsivo às condições institucionais de seu entorno. É dizer: o direito administrativo sancionador e seus institutos devem ser aptos à produção de incentivos que, consideradas as peculiaridades de cada setor de sua aplicação, promovam a conformação das condutas esperadas e desejadas pelo ordenamento jurídico¹⁶¹.

Esse *compliance* ou conformação dos comportamentos ao elenco de sanções previstas é o fim último da presente pesquisa, como já salientado, afinal, apresentam-se dados e informações a respeito de como decidem o Colegiado da CVM em matéria de aplicação de penalidades e o CRSFN em sua missão revisional.

Pretende-se que essas informações sejam úteis para influenciar na atuação dos agentes do mercado e, em especial, para que o cidadão, possível ou potencial investidor ou não, saiba a dinâmica da função sancionadora no mercado de capitais.

2.1.1.3 Recursos ao CRSFN

Da decisão condenatória do Colegiado, caberá recurso ao CRSFN no prazo de 30 (trinta) dias corridos da intimação¹⁶². O recurso será recebido com efeitos devolutivo e suspensivo, observados os arts. 71 e 72 da Instrução CVM 607, de 17 de junho de 2019¹⁶³.

Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst607.html>. Acesso em: 20 de agosto de 2019.)

¹⁶⁰ OSÓRIO, Fábio. Direito Administrativo Sancionador. 5. ed. São Paulo: RT, 2015. p. 201.

¹⁶¹ VORONOFF, Alice. Direito Administrativo Sancionador no Brasil: justificação, interpretação e aplicação. Belo Horizonte: Fórum, 2018. pp. 108-109.

¹⁶² [...] Art. 70. Da decisão condenatória do Colegiado caberá recurso ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional com efeitos devolutivo e suspensivo, observado o disposto nos arts. 71 e 72, a ser interposto no prazo de 30 (trinta) dias corridos da intimação. (BRASIL. Portaria MF 68, de 26 de fevereiro de 2016. Disponível em: <http://fazenda.gov.br/orgaos/colégiados/crsfn/legislacao>. Acesso em: 2 de abril de 2019.)

¹⁶³ [...] Art. 71. O recurso interposto ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, contra decisão

Autuado e numerado o recurso, incumbe ao Presidente do CRSFN, distribuí-lo mediante sorteio público a um relator¹⁶⁴.

Recebem tramitação prioritária recursos e pedidos de revisão que tratem de interesse de idosos, indicados ou anuídos pelo Presidente e em que houver aplicação de penalidade de inabilitação ou proibição de exercício de cargo¹⁶⁵.

2.1.2 Mudanças no Regime Sancionador

Nessa parte do trabalho, são apresentadas algumas alterações do processo sancionador da CVM que impactaram na dinâmica de toda a atuação da autarquia. São elas: a Lei 13.506/2017, o Acordo de Supervisão e a Instrução CVM 607/2019.

que impuser as penalidades previstas nos incisos III a VII do art. 60 desta Instrução será recebido somente com efeito devolutivo, sendo facultado ao apenado requerer o efeito suspensivo do recurso ao Colegiado, por meio de petição em separado a ser apresentada no ato da interposição do recurso. § 1º Na análise do requerimento, o Colegiado considerará as circunstâncias do processo, em especial aquelas de que tratam os arts. 65 e 66 desta Instrução. §2º O requerimento será processado em autos apartados e não obstará o encaminhamento, desde logo, do recurso ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. §3º A decisão condenatória de primeira instância começará a produzir efeitos: I – após esgotado o prazo para recurso estabelecido no art. 70, sem que o mesmo tenha sido interposto ou sem que tenha sido apresentado o requerimento de efeito suspensivo; e II – após a intimação da decisão final da CVM que negar efeito suspensivo ao recurso. § 4º Se ocorrer qualquer das hipóteses no §3º, a CVM notificará a companhia aberta, a entidade integrante do sistema de distribuição ou outra entidade autorizada ou registrada na CVM em que o apenado atue, no prazo de 5 (cinco) dias, contado da data prevista para produção de efeitos da decisão, para que promova o afastamento do apenado do cargo no prazo de até 60 (sessenta) dias, contado da data do recebimento da notificação, e comunique o fato à CVM no prazo de 5 (cinco) dias, contado da data do efetivo afastamento. §5º O prazo de cumprimento das penalidades de que trata o *caput* será contado a partir da data em que a CVM receber, do apenado ou de cada entidade em que ele atuava, comunicação de que houve o efetivo afastamento do cargo, instruída com os documentos comprobatórios do fato. §6º Caso o apenado não esteja exercendo a atividade, o prazo de cumprimento da penalidade terá início na data de ocorrência das hipóteses descritas no §3º. §7º O prazo de cumprimento das penalidades de que trata o *caput* será automaticamente suspenso sempre que forem desrespeitados os termos da decisão condenatória, sem prejuízo da imposição das penalidades cabíveis. Art. 72. O recurso interposto contra decisão que impuser as penalidades de advertência ou de multa terá efeito suspensivo. Parágrafo único. Caso haja cumulação das penalidades descritas no art. 60, o recurso terá efeito suspensivo automático somente em relação àquelas descritas no *caput*, podendo o apenado requerer o efeito suspensivo para os outros tipos de penalidade, na forma do art. 71. (BRASIL. Portaria MF 68, de 26 de fevereiro de 2016. Disponível em: <http://fazenda.gov.br/orgaos/colegiados/crsfn/legislacao>. Acesso em: 2 de abril de 2019.)

¹⁶⁴ [...] Art. 13. Autuado e numerado o recurso, o Presidente fará sua distribuição, mediante sorteio em sessão pública, a um Relator. (BRASIL. Portaria MF 68, de 26 de fevereiro de 2016. Disponível em: <http://fazenda.gov.br/orgaos/colegiados/crsfn/legislacao>. Acesso em: 2 de abril de 2019.)

¹⁶⁵ [...] Art. 14. Terão tramitação prioritária os recursos e pedidos de revisão: I - de interesse de idosos, nos termos do art. 71 da Lei nº 10.741, de 1º de outubro de 2003 - Estatuto do Idoso, mediante requerimento da parte; II - indicados pelo Presidente em decisão fundamentada; III - indicados por dirigente do órgão ou entidade recorridos, mediante requerimento devidamente motivado, com anuência do Presidente do CRSFN; e IV - em que houver aplicação de penalidade de inabilitação ou qualquer forma de impedimento ou proibição do exercício de cargo. (BRASIL. Portaria MF 68, de 26 de fevereiro de 2016. Disponível em: <http://fazenda.gov.br/orgaos/colegiados/crsfn/legislacao>. Acesso em: 2 de abril de 2019.)

2.1.2.1 A Lei 13.506/2017¹⁶⁶

A Lei 13.506/2017, publicada em 14 de novembro de 2017, trouxe importantes alterações nos processos sancionadores conduzidos pelo BCB e pela CVM.

Considerando os fins do presente trabalho, restringe-se à análise dos efeitos nos processos da CVM.

O primeiro ponto de destaque é o término do efeito suspensivo automático das decisões do Colegiado para os casos em que há aplicação de penalidades graves como a inabilitação temporária para o exercício de cargo ou a proibição temporária de atuar com operação no mercado de valores mobiliários¹⁶⁷.

Outra alteração importante diz respeito à alteração do valor máximo de multa que passou de R\$ 500.000,00 (quinhentos mil reais) para R\$ 50.000.000,00 (cinquenta milhões de reais).

Na verdade, esses valores podem ainda ser mais elevados, visto que o novo patamar pode chegar a R\$ 50.000.000,00 (cinquenta milhões de reais) ou o “*o dobro do valor da emissão ou da operação irregular*”; “*3 (três) vezes o montante da vantagem econômica obtida ou da perda evitada*” ou “*o dobro do prejuízo causado aos investidores em decorrência do ilícito*”¹⁶⁸.”

A Lei alterou ainda as multas por descumprimento das normas da CVM e que são aplicadas não por meio de processos administrativos sancionadores. Essas multas ficam proibidas de ultrapassar os seguintes valores, por dia de atraso: “*I - 1/1.000 (um milésimo) do valor do faturamento total individual ou consolidado do grupo econômico, obtido no exercício anterior à aplicação da multa; ou II - R\$ 100.000,00 (cem mil reais)*”¹⁶⁹.”

¹⁶⁶ Saliente-se que todas as mudanças trazidas pela Lei 13.506/2017, no que concerne ao agravamento das penalidades, somente serão aplicadas aos fatos consumados após a vigência respectiva (14/11/2017), tendo em vista o Princípio da Irretroatividade da Lei mais gravosa.

¹⁶⁷ [...] §2º O recurso interposto contra decisão que impuser as penalidades previstas nos incisos IV, V, VI, VII e VIII do art. 11 da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, será recebido com efeito devolutivo, e o recorrente poderá requerer o efeito suspensivo à autoridade prolatora da decisão, nos termos de regulamentação editada pela Comissão de Valores Mobiliários. (BRASIL. Lei 13.506, de 13 de novembro de 2017. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2015-2018/2017/Lei/L13506.htm. Acesso em: 5 de setembro de 2019.)

¹⁶⁸ [...] Art. 35. A Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, passa a vigorar com as seguintes alterações: “Art. 11. A Comissão de Valores Mobiliários poderá impor aos infratores das normas desta Lei, da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (Lei de Sociedades por Ações), de suas resoluções e de outras normas legais cujo cumprimento lhe caiba fiscalizar as seguintes penalidades, isoladas ou cumulativamente: §1º 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 de reais); II - o dobro do 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. (...)”. (BRASIL. Lei 13.506, de 13 de novembro de 2017. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2015-2018/2017/Lei/L13506.htm. Acesso em: 5 de setembro de 2019.)

¹⁶⁹ §11. A multa aplicada pela inexecução de ordem da Comissão de Valores Mobiliários, nos termos do inciso II do *caput* e do inciso IV do § 1º do art. 9º desta Lei, independentemente do processo administrativo previsto no inciso V do *caput* do art. 9º desta Lei, não excederá, por dia de atraso no seu cumprimento, o maior destes valores:

Mais uma alteração relevante diz respeito à proibição que a CVM pode impor aos acusados de contratar com instituições financeiras oficiais e de participar de licitações com a Administração Pública¹⁷⁰.

A Lei 13.506/2017 alterou o crime de manipulação de mercado. A nova redação não exige mais que o autor atue com a finalidade de “*alterar artificialmente o regular funcionamento dos mercados de valores mobiliários em bolsa de valores, de mercadorias e de futuros, no mercado de balcão ou no mercado de balcão organizado*”.

Por fim, alterou-se ainda o tipo do delito de *insider trading*, previsto no artigo 27-D, da Lei 6.385/1976. Foi retirada a necessidade de o agente ter o dever de manter o sigilo a respeito da informação relevante.

Com a alteração é suficiente que o autor faça uso de “*informação relevante de que tenha conhecimento, ainda não divulgada ao mercado, que seja capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida ...*”.

E o dever de manter o sigilo, que antes estava no tipo, agora virou causa de aumento.

2.1.2.2 Acordo de Supervisão

A CVM poderá firmar acordo de supervisão¹⁷¹ com pessoas naturais ou jurídicas que admitirem ter cometido infrações de sua competência. Como efeitos desses acordos, temos a possibilidade de extinção da punibilidade ou redução de 1/3 (um terço) a 2/3 (dois terços) da sanção aplicável¹⁷².

I - 1/1.000 (um milésimo) do valor do faturamento total individual ou consolidado do grupo econômico, obtido no exercício anterior à aplicação da multa; ou II - R\$ 100.000,00 (cem mil reais). (BRASIL. Lei 13.506, de 13 de novembro de 2017. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2015-2018/2017/Lei/L13506.htm. Acesso em: 5 de setembro de 2019.)

¹⁷⁰ [...] §13. Adicionalmente às penalidades previstas na *caput* deste artigo, a Comissão de Valores Mobiliários poderá proibir os acusados de contratar, por até de 5 (cinco) anos, com instituições financeiras oficiais e de participar de licitação que tenha por objeto aquisições, alienações, realizações de obras e serviços e concessões de serviços públicos, no âmbito da administração pública federal, estadual, distrital e municipal e das entidades da administração pública indireta. (BRASIL. Lei 13.506, de 13 de novembro de 2017. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2015-2018/2017/Lei/L13506.htm. Acesso em: 5 de setembro de 2019.)

¹⁷¹ O acordo de leniência ou supervisão no mercado financeiro foi instituído pela Medida Provisória 784, de 7 de junho de 2017 e posteriormente pela Lei 13.506/2017. Foi regulamentado na CVM pela Instrução CVM 607, de 17 de junho de 2019.

¹⁷² [...] Art. 92. A CVM poderá celebrar acordo administrativo em processo de supervisão (“Acordo de Supervisão”) com pessoas naturais ou jurídicas que confessarem a prática de infração às normas legais ou regulamentares cujo cumprimento lhe caiba fiscalizar, com extinção de sua ação punitiva ou redução de 1/3 (um terço) a 2/3 (dois terços) da penalidade aplicável, mediante efetiva, plena e permanente cooperação para a apuração dos fatos, da qual resulte utilidade para o processo, em especial: I – a identificação dos demais envolvidos na prática da infração, quando couber; e II – a obtenção de informações e de documentos que comprovem a infração noticiada ou sob apuração. (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução CVM 607, de 17 de junho de 2019. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst607.html>. Acesso em: 20 de agosto de 2019.)

Mais uma vez, traz-se à colação a reflexão de Diogo de Figueiredo Moreira Neto sobre a consensualidade como traço de um novo modelo de Estado:

Para tanto, o devir do Estado democrático não apenas será cada vez mais guiado pelo permanente diálogo com a sociedade, como dependerá, sempre mais, do respeito aos governados, pois que se exige, além da legalidade e da legitimidade, também a licitude no agir; portanto, um Estado moralmente respeitável e respeitado, que zela, em cada decisão, indiferentemente de ser tomada em abstrato ou em concreto, por manter uma elevada postura ética, garantida pelo livre exame e pela crítica da sociedade, sempre com vistas à aplicação justa do poder público do qual está investido. Essas premissas apontam igualmente a busca preferencial de soluções negociadas, em que a consensualidade aplaina as dificuldades, maximiza os benefícios e minimiza as inconveniências para todas as partes, pois a aceitação de ideias e de propostas livremente discutidas e negociadas é o melhor reforço que se possa obter para um cumprimento espontâneo e frutuoso das decisões tomadas. Assim é que, o Estado que vier a substituir paulatinamente a imperatividade pela consensualidade na condução da sociedade será, indubitavelmente, o que estará assegurando o máximo de eficiência de sua governança pública¹⁷³.

Essa consensualidade, para fins de acordo de supervisão, deve iniciar pela proposta de acordo que poderá ser apresentada até “o início do julgamento”¹⁷⁴.

A proposta não impede “as atividades de investigação e instrução nem a tramitação do processo administrativo sancionador que porventura já tenha sido anteriormente instaurado.”¹⁷⁵.

No que concerne ao procedimento de apresentação da proposta, deve ela ser encaminhada, de forma escrita, ao Comitê de Acordo de Supervisão (CAS) que realizará um juízo prévio de admissibilidade, podendo negociar a proposta¹⁷⁶.

O processo de encaminhamento e posterior deliberação, até que o acordo seja de fato celebrado, seguem sigilo a ser observado pela CVM, nos termos do §4º do art. 93 da Instrução

¹⁷³ MOREIRA NETO, Diogo de Figueiredo. O Direito Administrativo no Século XXI. Belo Horizonte: Fórum, 2018. p. 281.

¹⁷⁴ Cf. art. 93 da Instrução CVM 607, de 17 de junho de 2019.

¹⁷⁵ Cf. §2º do art. 93 da Instrução CVM 607, de 17 de junho de 2019.

¹⁷⁶ [...] Art. 94. A proposta de celebração de Acordo de Supervisão somente poderá ser apresentada por escrito e deverá observar o seguinte procedimento: I – o proponente deve submeter a proposta ao Comitê de Acordo de Supervisão (“CAS”) em um envelope lacrado e claramente identificado com os termos “Proposta de Acordo de Supervisão” e “Sigiloso”; I – o proponente deve submeter a proposta ao Comitê de Acordo de Supervisão (“CAS”) por meio de: a) correspondência eletrônica destinada ao endereço institucional do CAS em que conste como assunto “Proposta de Acordo de Supervisão - Sigiloso”; ou b) em um envelope lacrado e claramente identificado com os termos “Proposta de Acordo de Supervisão” e “Sigiloso”; II – o proponente deve apresentar sua qualificação e detalhar a infração noticiada, incluindo a identificação dos outros autores da infração de que tem conhecimento e a data ou período da infração noticiada, além de descrever, de forma clara, detalhada, completa e precisa, as informações e os documentos que serão apresentados por ocasião da assinatura do Acordo de Supervisão; e III – deverá ser indicado endereço eletrônico do proponente ou de seu representante legal para comunicações e recebimento de intimações. Parágrafo único. A composição e o funcionamento do CAS serão disciplinados por Portaria do Presidente da CVM. (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução CVM 607, de 17 de junho de 2019. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst607.html>. Acesso em: 20 de agosto de 2019.)

CVM 607/2019¹⁷⁷.

Importante destacar que a proposta no âmbito da CVM não tem efeitos na esfera criminal. Sobre o tema, Alexandre Nishioka e Giulia Ramos:

Todavia, apesar das novidades, o texto final da Lei nº. 13.506/2017 ficou aquém das expectativas do mercado. Ignorando as experiências com acordos de leniência na área concorrencial e o cenário de instabilidade criado pela Lei Anticorrupção, a falta de previsão de imunidade criminal faz com que a nova norma já nasça enfraquecida. A ausência de previsão de imunidade criminal pode talvez ser explicada pelo emaranhado de escândalos corporativos e políticos descobertos no Brasil na última década. Em pleno curso de sensíveis investigações envolvendo corrupção e lavagem de capitais, a exemplo da Operação Lava-Jato, tornou-se pouco provável o interesse e disposição do Ministério Público em compartilhar os seus poderes persecutórios com órgãos reguladores. Se de um lado evitar o entrave com o *Parquet* contribuiu para a celeridade da aprovação da Lei, por outro a falta de efeitos penais diminui a confiança do potencial colaborador em procurar autoridade diversa daquela capaz de dirimir a mais agressiva das sanções possíveis. Tanto é verdade que o histórico recente das leniências tem demonstrado que, em casos que envolvem acusações de ordem criminal, as pessoas jurídicas e físicas envolvidas têm preferido fechar acordos com o Ministério Público, deixando a esfera administrativa para negociações posteriores¹⁷⁸.

A não afetação do acordo ao Ministério Público está expressa no §4º do art. 100 da Instrução CVM 607/2019¹⁷⁹.

Destaca-se que a proposta de acordo rejeitada não “*importa em confissão quanto à matéria de fato nem reconhecimento da ilicitude da conduta analisada*”¹⁸⁰.

O acordo aprovado deverá ser assinado pelas partes “*no prazo de 10 (dez) dias, sob pena de rejeição da proposta, reservando-se aos autos tratamento sigiloso*”¹⁸¹.

Devem constar do acordo, nos termos do art. 101 Instrução CVM 607/2019, a qualificação do signatário, a descrição da situação fática e as obrigações ajustadas¹⁸².

¹⁷⁷ [...] §4º A proposta de Acordo de Supervisão permanecerá sob sigilo até que o acordo seja celebrado, prevalecendo o dever de sigilo da CVM ainda que a proposta ou os fatos de que ela trata tenha sido objeto de divulgação por terceiros ou pelo proponente. (COMISSÃO DE VALORES MOBILIARIOS. Instrução CVM 607, de 17 de junho de 2019. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst607.html>. Acesso em: 20 de agosto de 2019.)

¹⁷⁸ NISHIOKA, Alexandre Naoki; RAMOS, Giulia. Nova lei, velho impasse: o acordo administrativo no âmbito da Lei 13.506/17. In: ALVES, Rui Fernando Ramos et al. (Coord.). O Novo Regime Sancionador nos Mercados Financeiro e de Capitais: uma análise da Lei 13.506/17. São Paulo: Editora Iasp, 2019. pp. 145-146.

¹⁷⁹ [...] §4º O acordo administrativo em processo de supervisão celebrado pela CVM, atinente à prática de infração às normas legais ou regulamentares cujo cumprimento lhe caiba fiscalizar, não afeta a atuação ou as prerrogativas legais do Ministério Público, com o qual a CVM atuará em coordenação, ou das demais instituições públicas ou entidades autorreguladoras no âmbito de suas correspondentes competências, nem o dever legal de comunicar indícios de crime de ação penal pública. (COMISSÃO DE VALORES MOBILIARIOS. Instrução CVM 607, de 17 de junho de 2019. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst607.html>. Acesso em: 20 de agosto de 2019.)

¹⁸⁰ Cf. art. 99, *caput*, da Instrução CVM 607, de 17 de junho de 2019.

¹⁸¹ Cf. art. 100, *caput*, da Instrução CVM 607, de 17 de junho de 2019.

¹⁸² Art. 101. O acordo deverá estipular as condições necessárias para assegurar a efetividade da colaboração e o resultado útil do processo e constarão do documento, no mínimo, as seguintes cláusulas e condições: I – qualificação completa dos signatários e de seus representantes legais, incluindo nome, denominação ou razão social, documento de identidade, CPF ou CNPJ, endereço completo, telefone, e endereço eletrônico; II –

O acordo será “*publicado, de forma clara e suficiente para compreensão de suas cláusulas, na seção ‘Diário Eletrônico’ da página da CVM*”¹⁸³.

O cumprimento do acordo será fiscalizado pela SPS ou pela superintendência afeta ao processo em coordenação com o CAS¹⁸⁴.

qualificação do representante legal com poderes para receber intimações durante o curso do processo administrativo; III – indicação de endereço eletrônico em que as intimações podem ser efetivadas; IV – exposição dos fatos relativos à infração noticiada, com a identificação de seus autores e duração da infração noticiada ou sob investigação; V – confissão expressa da participação do signatário do Acordo de Supervisão no ilícito; VI – declaração do signatário do Acordo de Supervisão de que cessou seu envolvimento na infração noticiada ou sob apuração; VII – declaração do signatário do Acordo de Supervisão de que as informações e os documentos constantes no histórico de conduta são verdadeiros; VIII – obrigações do signatário do Acordo de Supervisão, incluindo: a) apresentar à CVM e a eventuais outras autoridades signatárias do Acordo de Supervisão todas e quaisquer informações, documentos ou outros materiais que detenha e que sejam capazes de comprovar a infração noticiada ou sob apuração; b) apresentar à CVM e a eventuais outras autoridades signatárias do Acordo de Supervisão todas e quaisquer novas informações, documentos ou outros materiais relevantes de que venham a ter conhecimento no curso das apurações; c) apresentar todas e quaisquer informações, documentos ou outros materiais relacionados à prática relatada, sempre que solicitado pela CVM e por eventuais outras autoridades signatárias do Acordo de Supervisão no curso das apurações; d) cooperar plena e permanentemente com as apurações e o processo administrativo relacionado à infração relatada a ser conduzido pela CVM e eventuais outras autoridades signatárias do Acordo de Supervisão; e) comparecer, quando solicitado, sob suas expensas, a todos os atos processuais até a decisão final da CVM sobre a infração noticiada; f) comunicar à CVM e a eventuais outras autoridades signatárias do Acordo de Supervisão toda e qualquer alteração de dados constantes do instrumento de Acordo de Supervisão; e g) portar-se com honestidade, lealdade e boa-fé durante o cumprimento dessas obrigações. IX – disposição de que o não cumprimento pelo signatário das obrigações previstas no Acordo de Supervisão resulta em perda do benefício; X – declaração de que o signatário do Acordo de Supervisão foi o primeiro a se qualificar com respeito à infração noticiada ou sob investigação, conforme o caso; XI – declaração de que a CVM não dispunha de provas suficientes para assegurar a condenação das pessoas naturais e jurídicas envolvidas na infração noticiada no momento da propositura do Acordo de Supervisão; XII – declaração a respeito do conhecimento prévio, ou não, pela CVM sobre a infração noticiada, no momento da propositura do Acordo de Supervisão; e XIII – outras obrigações que, diante das circunstâncias do caso concreto, forem reputadas necessárias. §1º Para fins deste Capítulo, considera-se que a CVM tem conhecimento da infração noticiada na data: I – da adoção da providência de que trata o art. 5º desta Instrução; II – da proposta de inquérito administrativo de que trata o art. 8º desta Instrução; III – da conclusão de relatório de fiscalização ou semelhante que indique a ocorrência da infração, após a realização de inspeção in loco; ou IV – da decisão que suspender ou proibir atividades, nos termos do art. 9º, § 1º, da Lei nº 6.385, de 1976. §2º O prazo para cumprimento do Acordo de Supervisão será improrrogável, salvo por motivo superveniente e não imputável ao compromitente, e como tal reconhecido pelo CAS. §3º A celebração do Acordo de Supervisão pela CVM suspenderá o prazo prescricional no âmbito administrativo com relação ao seu signatário. §4º O acordo administrativo em processo de supervisão celebrado pela CVM, atinente à prática de infração às normas legais ou regulamentares cujo cumprimento lhe caiba fiscalizar, não afeta a atuação ou as prerrogativas legais do Ministério Público, com o qual a CVM atuará em coordenação, ou das demais instituições públicas ou entidades autorreguladoras no âmbito de suas correspondentes competências, nem o dever legal de comunicar indícios de crime de ação penal pública. §5º Podem ser estendidos os efeitos do Acordo de Supervisão às empresas do mesmo grupo, de fato ou de direito, e aos seus dirigentes, administradores, empregados, ex-dirigentes, ex-administradores e ex-empregados e envolvidos na infração, desde que firmem o respectivo instrumento em conjunto com a pessoa jurídica proponente. §6º A adesão ao acordo assinado pelo proponente, mesmo que formalizada em documento apartado e em momento subsequente, quando admitida pelo CAS, segundo critério de conveniência e oportunidade, terá o mesmo efeito da assinatura em conjunto. §7º Caso a pessoa jurídica não seja proponente de Acordo de Supervisão, isso não impedirá seus dirigentes, administradores, empregados ou ex-dirigentes, ex-administradores e ex-empregados de propô-lo, hipótese em que, caso firmado o acordo, os benefícios não se estenderão a ela. §8º A assinatura do Acordo de Supervisão não exime o signatário da obrigação de reparar integralmente o dano porventura causado pela sua conduta. (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução CVM 607, de 17 de junho de 2019. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst607.html>. Acesso em: 20 de agosto de 2019.)

¹⁸³ Cf. art. 102, *caput*, da Instrução CVM 607, de 17 de junho de 2019.

¹⁸⁴ [...] Art. 104. O cumprimento das obrigações assumidas no Acordo de Supervisão será fiscalizado pela SPS, nos casos de inquéritos administrativos ou após a instauração de processo administrativo sancionador, ou pela

2.1.2.3 A Instrução CVM 607/2019

A Instrução CVM 607/2019 passou a regular os processos sancionadores em curso a partir de 1 de setembro de 2019¹⁸⁵, abrangendo as inovações da Lei 13.506/2017 para o processo sancionador da CVM, além de reunir matérias que estavam dispersas em vários atos normativos.

Citam-se o Termo de Compromisso¹⁸⁶, então regulado pela Deliberação 390/2001; as ações de cunho preventivo e de orientação¹⁸⁷, disciplinadas pela Deliberação 542/2008; o rito simplificado¹⁸⁸, tratado pela Deliberação 775/2017 e a classificação de algumas infrações como graves¹⁸⁹ pela Instrução CVM 491/2011.

As principais alterações da Lei 13.506/2017, contempladas na Instrução, dizem respeito ao novo patamar da penalidade de multa¹⁹⁰, a possibilidade de substituição do processo administrativo sancionador por outras medidas de supervisão e a instituição do Acordo de Supervisão¹⁹¹.

Além desses aspectos, ela instituiu de vez a comunicação dos atos processuais por meio eletrônico¹⁹² e estabeleceu a contagem dos prazos em dias úteis¹⁹³.

Outro ponto trazido pela nova Instrução diz respeito à diretriz estabelecida por ela para que a CVM priorize as infrações graves de forma estimular o *compliance* por parte dos agentes do mercado: *“Na apuração das infrações, a CVM deverá priorizar aquelas de natureza grave, cuja cominação de penalidade proporcione maior efeito educativo e preventivo para os participantes do mercado”*.

superintendência afeta ao mérito do processo, nos casos de termo de acusação, em coordenação com o CAS. (COMISSÃO DE VALORES MOBILIARIOS. Instrução CVM 607, de 17 de junho de 2019. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst607.html>. Acesso em: 20 de agosto de 2019.)

¹⁸⁵ [...] Art. 112. Esta Instrução entrará em vigor no dia 1º de setembro de 2019, aplicando-se imediatamente aos processos em curso, resguardada a validade dos atos praticados antes de sua vigência. (COMISSÃO DE VALORES MOBILIARIOS. Instrução CVM 607, de 17 de junho de 2019. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst607.html>. Acesso em: 20 de agosto de 2019.)

¹⁸⁶ Cf. arts. 80 a 91 da Instrução CVM 607, de 17 de junho de 2019.

¹⁸⁷ Cf. art. 4º da Instrução CVM 607, de 17 de junho de 2019.

¹⁸⁸ Cf. arts. 73 a 79 da Instrução CVM 607, de 17 de junho de 2019.

¹⁸⁹ Cf. art. 1º do Anexo 64 da Instrução CVM 607, de 17 de junho de 2019.

¹⁹⁰ Cf. art. 61 da Instrução CVM 607, de 17 de junho de 2019.

¹⁹¹ Cf. arts. 92 a 108 da Instrução CVM 607, de 17 de junho de 2019.

¹⁹² Cf. arts. 20 a 24 da Instrução CVM 607, de 17 de junho de 2019.

¹⁹³ [...] Art. 25. Os prazos mencionados nesta Instrução serão contados em dias úteis, excluído o dia de início e incluído o dia de vencimento, salvo disposição expressa em sentido contrário. (COMISSÃO DE VALORES MOBILIARIOS. Instrução CVM 607, de 17 de junho de 2019. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst607.html>. Acesso em: 20 de agosto de 2019.)

Ainda na esteira do estímulo a medidas de integridade¹⁹⁴, a Instrução estabeleceu como atenuante a implementação de programas de *compliance*¹⁹⁵.

2.2 As Infrações Administrativas da Instrução CVM 08/1979

As infrações administrativas tipificadas na Instrução CVM 08/1979 são as seguintes: a) criação de condições artificiais de demanda, oferta e preço; b) manipulação de preços; c) operação fraudulenta e d) prática não equitativa.

2.2.1 Criação de condições artificiais de demanda, oferta e preço (Infração 1)

A Instrução CVM 08/1979 define na letra “a”, item II, como condições artificiais de demanda, oferta ou preço “*aquelas criadas em decorrência de negociações pelas quais seus participantes ou intermediários, por ação ou omissão dolosa provocarem, direta ou indiretamente, alterações no fluxo de ordens de compra ou venda de valores mobiliários*¹⁹⁶”.

A norma extraída desse enunciado busca proteger o mercado de condutas simuladas que objetivam modificar a ordem normal da formação dos preços.

Julgado da CVM esclarece:

Para o adequado funcionamento do mercado de valores mobiliários, é imprescindível que esse processo seja pautado pela relação entre oferta e demanda, a qual pode ser influenciada por interferências indevidas em qualquer dessas pontas. Assim, a potencial criação tanto de aparente demanda quanto de aparente oferta de valores mobiliários contribui para a transmissão de um sinal ilusório ao mercado quanto à liquidez de um determinado título e, conseqüentemente, pode prejudicar a confiança e a higidez do mercado. Por isso, as operações feitas com finalidades alheias ao mercado têm sido interpretadas como a criação de uma condição artificial para fins da Instrução CVM nº 8, de 1979.¹⁹⁷

E para a caracterização dessa infração não se exige a obtenção de lucro ou o efetivo aumento patrimonial do agente.

¹⁹⁴ Como já afirmado, o objetivo da pesquisa é fornecer informações a respeito de como decidem a CVM e o CRSFN e nesse sentido auxiliar os programas de integridade dos agentes que atuam no mercado de valores mobiliários. O fato de que o ato normativo estruturante do processo sancionador na CVM coloca a existência de programas de *compliance* como atenuante mostra que os propósitos da pesquisa convergem com os da própria autoridade reguladora do setor.

¹⁹⁵ [...] Inciso V do art. 66: V – a adoção efetiva de mecanismos e procedimentos internos de integridade, auditoria e incentivo à denúncia de irregularidades, bem como a aplicação efetiva de códigos de ética e de conduta no âmbito da pessoa jurídica, avaliada por entidade pública ou privada de reconhecida especialização. (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução CVM 607, de 17 de junho de 2019. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst607.html>. Acesso em: 20 de agosto de 2019.)

¹⁹⁶ Cf. Alínea “a” do Item II da Instrução CVM 08, de 8 de outubro de 1979.

¹⁹⁷ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. PAS 12/2010. Diretora Relatora Luciana Dias, julgado em 7/10/14. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador/2014/20141007_122010.html. Acesso em: 10 de novembro de 2019.

Sobre esse ponto já decidiu o Colegiado da CVM:

Quanto aos prejuízos supostamente sofridos por Sueli e Almir dos Santos, importante registrar que a norma de regência não exige a obtenção de lucros com as operações artificiais, bastando à comprovação de que a finalidade do negócio consistia na criação de condições artificiais de mercado, o que no presente caso restou comprovado notadamente pela quantidade excessiva de operações de mesmo comitente, fora dos padrões normais de negociação da bolsa, bem como pela extensa lista de operações realizadas entres os próprios acusados.¹⁹⁸.

A caracterização da infração depende da vontade livre e consciente do agente em incorrer numa ação ou omissão antijurídica, ou seja, o dolo.

2.2.2 Manipulação de preços (Infração 2)

Essa infração consiste na “*utilização de qualquer processo ou artifício destinado, direta ou indiretamente, a elevar, manter ou baixar a cotação de um valor mobiliário, induzindo terceiros à sua compra e venda*”¹⁹⁹.

Diferente da infração anterior, aqui são realizadas manobras com a intenção de criar um falso mercado:

Diferentemente da “criação de condição artificial de demanda, oferta e preço”, no ilícito de manipulação de mercado a utilização de manobras artificiais destinadas a elevar, manter ou baixar a cotação de um valor mobiliário tem a finalidade maior de induzir terceiros a adquirir ou alienar os papéis sobrevalorizados ou subavaliados. São, portanto, realizadas manobras, operações, ou utilizado qualquer artifício, com a intenção de criar um falso mercado para determinado papel, de modo que terceiros incautos acabem por adquirir o título manipulado a um preço que, por conseguinte, não refletirá o seu verdadeiro valor. Além disso, e como a própria denominação dos ilícitos indica, a criação de condições artificiais é mais ampla do que a manipulação. Aquela abrange não apenas os preços, como ocorre com a manipulação, mas também a demanda e a oferta dos títulos. Assim como na criação de condições artificiais de demanda, a configuração do ilícito de manipulação não exige a comprovação de qualquer resultado material efetivo, constituindo, especificamente, ilícito administrativo de natureza formal. Aqui, tal como lá, a norma visa a proteger a estabilidade e a integridade do mercado, ou, simplesmente, o regular funcionamento do sistema de formação de preços, para que não haja um mercado fictício, com falsos parâmetros de preços²⁰⁰.

César Roberto Bittencourt e Juliano Breda também apontam a diferença entre as duas infrações:

Em ambas as situações, o preço do título não corresponde ao seu verdadeiro valor em funções de condutas fraudulentas ou simuladas realizadas pelos intermediários financeiros. Entretanto, a criação de situação artificial de demanda, oferta ou preço

¹⁹⁸ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. PAS SP 2014/230, Diretor Relator Henrique Balduino Machado Moreira, julgado em 29/12/2018.

¹⁹⁹ Cf. alínea “b” do Item II da Instrução CVM 8, de 8 de outubro de 1979.

²⁰⁰ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Direito do Mercado de Valores Mobiliários. Rio de Janeiro: CVM, 2017. p. 248.

envolve, geralmente, operações praticadas em detrimento de um menor número de investidores. Na maioria das vezes, a ilicitude é empregada pelo intermediário em ações da própria carteira contra seus clientes, assim como na infração de utilização de práticas não equitativas. [...] Já na conduta de manipulação de preços, as operações empregadas têm como foco principal o próprio valor mobiliário em função de determinada posição acionária do intermediário financeiro ou de certo cliente. O ilícito é praticado em detrimento de todo o mercado de capitais, abstratamente lesivo a todas as contrapartes da operação. Nessa hipótese, o detentor das ações manipula o preço sem uma vítima específica²⁰¹.

Não exige resultado material efetivo, constituindo, portanto, infração administrativa formal ou de perigo abstrato.

Além de espalharem notícias falsas a respeito de determinado valor mobiliário, os agentes podem realizar operações combinadas de forma prévia entre pessoas relacionadas, buscando elevar a cotação do título. Supervalorizados, esses valores mobiliários são alienados no mercado, fazendo com que os sujeitos ativos aufiram lucros.

2.2.3 Operação fraudulenta (Infração 3)

A operação fraudulenta é *“aquela em que se utilize ardil ou artifício destinado a induzir ou manter terceiros em erro, com a finalidade de se obter vantagem ilícita de natureza patrimonial para as partes na operação, para o intermediário ou para terceiros”*²⁰².

Assim como nas infrações anteriores, não existe a exigência de obtenção de vantagem indevida e de efetivo prejuízo ao investidor para a caracterização da operação fraudulenta. Tão somente a intenção de obter vantagem ilícita, basta.

O elemento subjetivo, assim como nas demais infrações, é o dolo. Não precisa ser dolo direto. Admite-se o dolo eventual quando o agente aceita o risco de incorrer na conduta e caracterizar a infração.

Precedente do CRSFN, ilustra bem a necessidade do dolo para a operação fraudulenta:

Os recorridos Banco Real S.A. e Flamarion Josué Nunes foram absolvidos da acusação de operação fraudulenta. Essas absolvições se basearam na inexistência de indícios que apontem para o dolo na conduta dos acusados, o qual é elemento indispensável do tipo “operação fraudulenta” e, particularmente no que se refere ao Banco Real, por sua incorporação pelo ABN AMRO Real S.A. O Colegiado da CVM entendeu pela inexistência de indícios de dolo em razão do fato de que a documentação apreciada pelos acusados de fato era suficiente e parecia regular. Além disso, eles cessaram as condutas percebidas como irregulares tão logo tiveram ciência de que a documentação em cima da qual haviam trabalhado era irregular. Já a exclusão do Banco Real do polo passivo deste processo se deu em razão da tese de que uma incorporação sem indícios de fraude ao processo sancionador retira a responsabilidade da nova pessoa jurídica por infrações regulatórias eventualmente perpetradas pela

²⁰¹ BITENCOURT, César Roberto; BREDA, Juliano. Crimes contra o sistema financeiro nacional e contra o mercado de capitais. 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2014. e-book.

²⁰² Cf. alínea “c” do Item II da Instrução CVM 08, de 8 de outubro de 1979.

sociedade incorporada. Embora discorde da exclusão do Banco Real do polo passivo da acusação, por razões que detalharei posteriormente, por concordar com a inexistência de indícios de dolo, entendo que quanto a esses acusados não merece provimento o recurso de ofício. 11. De forma semelhante, os recorridos Intra Corretora e seu diretor João Augusto Pereira de Queiroz também foram absolvidos da acusação de operação fraudulenta. Essas absolvições se basearam, a meu ver corretamente, na inexistência de indícios que apontem para o dolo na conduta dos acusados, que é elemento indispensável do tipo “operação fraudulenta”. O Colegiado da CVM entendeu pela inexistência de tais indícios em razão do fato de que a documentação apreciada pela corretora era de fato suficiente e parecia regular, tendo ela cessado as condutas percebidas como irregulares tão logo teve ciência de que a documentação com base na qual emitia algumas de suas ordens estava irregular. Desse modo, quanto a esses acusados, também não merecem provimento os recursos de ofício.²⁰³”

Como última infração administrativa, no âmbito da Instrução CVM 08/1979, temos a prática não equitativa, tratada a seguir.

2.2.4 Prática não equitativa (Infração 4)

Prática não equitativa é “*aquela de que resulte, direta ou indiretamente, efetiva ou potencialmente, um tratamento para qualquer das partes, em negociações com valores mobiliários, que a coloque em uma indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade em face dos demais participantes da operação*”²⁰⁴.

Verifica-se que o enunciado normativo é bastante amplo, pois abrange todas as situações que acarretem, para qualquer das partes em operações com valores mobiliários, posição de vantagem capaz de causar desequilíbrio indevido comparativamente aos demais participantes das operações.

Exemplo prático dessa infração é aquela em que o agente, com o conhecimento de um investidor (como, por exemplo, uma entidade fechada de previdência), irá adquirir certos papéis, para logo após revendê-los por um preço maior, com a certeza de lucro.

Precedente do CRSFN esclarece a desnecessidade de prévio conluio:

Quanto ao argumento por ele apresentado de que não ficou comprovada a existência de conluio, entendo que, independentemente desse aspecto, não se pode inferir da norma que a existência de conluio é condição *sine qua non* para a demonstração de uso de prática não equitativa. O conluio é um dos meios utilizados para que se produza o resultado nesse tipo de infração, mas não o único. É o que se depreende do conceito previsto na Instrução CVM nº 8, de 1979, inciso II, alínea "d", *verbis*: "II - Para os efeitos desta Instrução conceitua-se como: d) prática não equitativa no mercado de valores mobiliários, aquela de que resulte, direta ou indiretamente, efetiva ou potencialmente, um tratamento para qualquer das partes, em negociações com valores

²⁰³ CONSELHO DE RECURSOS DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL. Recurso n. 11.411, Relator Conselheiro Osmar Roncolato Pinho, julgado em 13/05/2011.

²⁰⁴ Cf. alínea “d” do Item II da Instrução CVM 8, de 8 de outubro de 1979.

mobiliários, que a coloque em uma indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade em face dos demais participantes da operação."²⁰⁵

Destaca-se que essa infração pode ser considerada gênero daquela que se tratará a seguir, o *insider trading*.

2.3 Uso de Informação Privilegiada ou Insider Trading (Infração 5)

A infração administrativa de uso indevido de informação privilegiada (*insider trading*) está prevista na Lei sobre as Sociedades por Ações²⁰⁶ (Lei das S.A.) e na Instrução CVM 358/2002²⁰⁷.

Comparando a Lei das S.A. e a Instrução da CVM, podemos constatar algumas diferenças importantes. O §1º do artigo 155 da Lei veda a utilização de informação para a obtenção de vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários. Já o *caput* do artigo 13 da Instrução restringe a sua aplicação às operações efetivadas com os valores emitidos pela própria companhia na qual atua o administrador²⁰⁸. Outra diferença diz respeito aos fins proibidos pelos aludidos diplomas normativos. Para o *caput* do artigo 13 da Instrução, é

²⁰⁵ CONSELHO DE RECURSOS DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL. Recurso n. 14.048, Relator Conselheiro Haroldo Mavignier Guedes Alcoforado, julgado em 24/05/2017.

²⁰⁶ [...] Art. 155. [...] §1º Cumpre, ademais, ao administrador de companhia aberta, guardar sigilo sobre qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada para conhecimento do mercado, obtida em razão do cargo e capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários, sendo-lhe vedado valer-se da informação para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários. [...] §4º É vedada a utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários. (BRASIL. Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm. Acesso em: 2 de março de 2019.)

²⁰⁷ [...] Art. 13. Antes da divulgação ao mercado de ato ou fato relevante ocorrido nos negócios da companhia, é vedada a negociação com valores mobiliários de sua emissão, ou a eles referenciados, pela própria companhia aberta, pelos acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, ou por quem quer que, em virtude de seu cargo, função ou posição na companhia aberta, sua controladora, suas controladas ou coligadas, tenha conhecimento da informação relativa ao ato ou fato relevante. §1º A mesma vedação aplica-se a quem quer que tenha conhecimento de informação referente a ato ou fato relevante, sabendo que se trata de informação ainda não divulgada ao mercado, em especial àqueles que tenham relação comercial, profissional ou de confiança com a companhia, tais como auditores independentes, analistas de valores mobiliários, consultores e instituições integrantes do sistema de distribuição, aos quais compete verificar a respeito da divulgação da informação antes de negociar com valores mobiliários de emissão da companhia ou a eles referenciados. §2º Sem prejuízo do disposto no parágrafo anterior, a vedação do *caput* se aplica também aos administradores que se afastem da administração da companhia antes da divulgação pública de negócio ou fato iniciado durante seu período de gestão, e se estenderá pelo prazo de seis meses após o seu afastamento. (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução CVM 358, de 3 de janeiro de 2002. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst358.html>. Acesso em: 10 de setembro de 2019.)

²⁰⁸ Nos Processos Administrativos Disciplinares (PASS) SP 2007/117 e SP 2007/118, julgados em 26/02/2008, administradores que ocupavam cargo na Sadia S.A. foram condenados pelo uso de informação privilegiada em operações da Perdão S.A.

irrelevante a intenção de auferir vantagem para que se consuma a infração. Já o artigo 155 da Lei faz menção à intenção de obter a vantagem indevida.

Particularmente, essa discrepância no tratamento do elemento volitivo já gerou muita controvérsia²⁰⁹. Atualmente, compreende-se que a Instrução não afastou o elemento subjetivo, contudo, criou uma presunção relativa de existência de dolo que precisa ser comprovada mediante indícios de que o *insider* atuou com o intuito de obter vantagem.

Importante destacar que a infração é de perigo abstrato, ou seja, não importa se houve ou não a efetiva obtenção de vantagem²¹⁰.

Fundamental para entender a infração administrativa e a sua caracterização é a definição de fato relevante. Nesse ponto, tanto a Lei das S.A, quanto a Instrução CVM 358/2002 apresentam verdadeiros *standarts* - não obstante a Instrução ter trazido um rol exemplificativo. Ambos os diplomas²¹¹²¹² consideram relevante um fato que possui potencial de influenciar nas decisões de mercado.

O próprio Colegiado da CVM já se pronunciou acerca do conceito de fato relevante:

Fato relevante é o fato que tem o poder de alterar uma decisão de investimento de um investidor racional. A relevância de um fato não é afetada mesmo que, após sua divulgação, constate-se que não houve mudança na cotação das ações ou no volume negociado. O que importa é que o fato tenha força suficiente para alterar a decisão de investimento, independentemente de essa alteração vir a ocorrer (...)²¹³

Sobre o critério que qualifica um fato como relevante, leciona Eizirik:

O critério fundamental para configurar um fato relevante, contudo, não consiste na mera verificação se ele está incluído na relação exemplificativa da Instrução CVM n. 358/2002, mas em saber se ele é capaz de influenciar a cotação dos valores mobiliários

²⁰⁹ Para saber mais, acesse: <https://capitalaberto.com.br/artigos-e-estudos/artigo-ed-141-alexandre/#.W8uf2GJKjv0> Acesso em: 10 de setembro de 2019.

²¹⁰ O PAS SP 2005/155, traz a seguinte passagem esclarecedora: “a caracterização do *insider trading* se dá através do elemento subjetivo do tipo, qual seja, a intenção do agente de produzir um resultado. A efetiva obtenção da vantagem não integra a conduta do *insider trading*, conforme entendimento desse Colegiado.” (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. PAS SP 2005/155, julgado em 21/8/2007. Disponível em: www.cvm.gov.br/sancionadores/index.html. Acesso em 8 de novembro de 2019.)

²¹¹ Art. 157. (...) §4º Os administradores da companhia aberta são obrigados a comunicar imediatamente à bolsa de valores e a divulgar pela imprensa qualquer deliberação da assembléia-geral ou dos órgãos de administração da companhia, ou fato relevante ocorrido nos seus negócios, que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia²¹¹. (BRASIL. Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm . Acesso em: 2 de março de 2019.)

²¹² Art. 2º Considera-se relevante, para os efeitos desta Instrução, qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da assembléia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios que possa influir de modo ponderável: (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução CVM 358, de 3 de janeiro de 2002. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst358.html> Acesso em: 10 de setembro de 2019.)

²¹³ PAS RJ 2006/5928, julgado em 17/04/2007. Disponível em: www.cvm.gov.br/sancionadores/index.html Acesso em: 10 de setembro de 2019.

de emissão da companhia, a intenção dos investidores de comprá-los ou vendê-los ou de exercerem quaisquer direitos inerentes à condição de seus titulares. Ou seja, fatos não relacionados podem ser relevantes, devendo ser objeto de divulgação; por outro lado, exemplos de fatos relevantes mencionados na referida Instrução podem, diante do caso concreto, não merecerem tal qualificação, não sendo necessária a sua divulgação²¹⁴.

Outro importante elemento na caracterização da infração é a diferença entre *insiders* primários e secundários. Sobre o tema, dissertam Alexandre Pinheiro dos Santos, Fábio Medina Osório e Julya Sotto Mayor Wellisch:

Nesse ponto já é possível perceber a diferença entre os *insiders primários* e os denominados *insiders secundários*. Aqueles são os que possuem acesso direto a informação relevante sigilosa, tais como administradores da companhia, acionistas controladores, auditores ou advogados contratados pela sociedade. Os *insiders secundários*, por seu turno, são aqueles que tomam conhecimento da informação privilegiada por meio – direto ou indireto – dos *insiders* considerados primários e podem ser, por exemplo, amigos, parentes ou até os próprios intermediários²¹⁵.

A par dessas caracterizações, o *insider trading* configura uma prática de utilização de informações relevantes a respeito de valores mobiliários, por parte de agentes que “*estão por dentro dos negócios da emissora, para transacionar com os valores mobiliários antes que tais informações sejam de conhecimento do público*”²¹⁶.

Importante alerta faz Francisco Müssnich no sentido da dificuldade da prova de cometimento do *insider trading* o que não autoriza o uso alargado da prova indiciária:

Dessa forma, tem-se que, mesmo que se reconheça a importância da utilização de prova indiciária para a resolução de certos casos, não satisfaz o reconhecimento de meros indícios esparsos para justificar uma condenação por *insider trading*. É necessário, para que se sustente uma condenação com base em indícios, uma reunião de elementos, um conjunto de indícios sérios, consistentes e convergentes. Deve-se, portanto, no momento do julgamento, avaliar o conjunto de indícios essencialmente robustos existentes no caso concreto. A CVM e o CRSFN não podem se deixar influenciar pelos numerosos julgamentos que se utilizam de indícios esparsos para condenação de suspeitos por negociação com o uso de informações privilegiadas. O uso arbitrário desse tipo de prova nas condenações geraria uma enorme insegurança jurídica, ocasionando condenações injustas²¹⁷.

A repressão a essa prática então deve ser feita com segurança jurídica e respondendo a motivos de ordem econômica e ética. O motivo econômico é a eficiência na determinação da cotação dos valores mobiliários negociados no mercado. Já o motivo ético é a igualdade de

²¹⁴ EIZIRICK, Nelson et al. Mercado de Capitais: regime jurídico. 2. ed. revisada e atualizada. Rio de Janeiro: Renovar, 2008. p. 541.

²¹⁵ SANTOS, Alexandre Pinheiro dos; OSÓRIO, Fábio Medina; WELLISCH, Julya Sotto Mayor. Mercado de Capitais: regime sancionador. São Paulo: Saraiva, 2012. p. 152.

²¹⁶ *Ibidem*, p. 36.

²¹⁷ MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. O insider trading no direito brasileiro. São Paulo: Saraiva, 2017. p. 105.

acesso às informações de forma a evitar a conduta desleal causadora da assimetria de informação.

A prática é combatida a partir de normas de natureza preventiva e repressiva. As preventivas objetivam efetivar a transparência de informações (*disclosure*), assegurando que as operações do mercado de capitais tenham a visibilidade necessária. Em resumo, aqueles que possuem informação (*insiders*) estão obrigados a dar satisfação do que estão fazendo.

Já as normas repressivas proíbem a utilização de informação privilegiada, prevendo sanções penais, civis e administrativas.

No âmbito da atividade preventiva, deve o diretor de relações com investidores das companhias enviar à CVM “*qualquer ato ou fato relevante ocorrido ou relacionado aos seus negócios, bem como zelar por sua ampla e imediata disseminação, simultaneamente em todos os mercados em que tais valores mobiliários sejam admitidos à negociação.*”²¹⁸.

Aparece claramente aqui o dever do diretor de relações com investidores da companhia de manter a CVM informada sobre qualquer ato ou fato relevante por meio de sistema eletrônico disponível no sítio da própria autarquia²¹⁹.

Além disso, a divulgação de informação relevante deve se dar, segundo o disposto na mesma Instrução CVM 358/2012, por “*jornais de grande circulação utilizados habitualmente pela companhia; ou pelo menos 1 (um) portal de notícias com página na rede mundial de computadores, que disponibilize, em seção disponível para acesso gratuito, a informação em sua integralidade*”²²⁰.

Mesmo com todas essas cautelas, a CVM irá ainda aferir se a divulgação ocorreu em tempo hábil, ou seja, se os investidores tiveram a oportunidade de tomar suas decisões levando em conta a informação publicizada²²¹.

Nesse sentido, percebe-se a previsão normativa sobre a atividade preventiva da CVM relação ao *insider trading*. A autarquia federal atua no controle das informações visando ao regular funcionamento do mercado de capitais.

2.4 O Processo no CRSFN

No que tange às regras relativas à tramitação dos recursos no âmbito do CRSFN, faz-se relevante destacar, em resumo, que uma vez autuado e numerado, o Presidente fará a

²¹⁸ Cf. art. 61, da Instrução CVM 607, de 17 de junho de 2019.

²¹⁹ Para mais informações, acesse: www.cvm.org.br Acesso em: 10 de setembro de 2019.

²²⁰ Cf. §4º do art.3º, da Instrução CVM 358, de 3 de janeiro de 2002.

²²¹ Cf. art. 5º, da Instrução CVM 607, de 17 de junho de 2019.

distribuição, mediante sorteio em sessão pública, a um relator.

Obedecidas as regras regimentais, o recurso será levado a julgamento, em sessão pública, na qual os acusados – facultativamente representados por seus advogados – e a PGFN poderão se manifestar.

O resultado do julgamento se estabelece por maioria simples, com a presença de, pelo menos, $\frac{3}{4}$ (três quartos) dos seus membros, em votação aberta, assegurado ao Presidente, em caso de empate, o voto de qualidade²²².

Sobre o voto de qualidade, enquanto prerrogativa presidencial, destacam Silvano Covas e Adriana Cardinali:

No caso do Conselheiro, não restam dúvidas de que o voto de cada um dos Conselheiros, quando do julgamento dos recursos, é a manifestação da vontade em um processo decisório. Em ambos os casos, o ordenamento jurídico traz regras para o empate, mas é certo que, em razão de exigência constitucional, no ato político não é possível valorar o voto com diferenças, pois a Carta Federal é expressa ao dizer que ele tem “valor igual para todos”. Já quando exprime uma vontade em um processo decisório, é a regulamentação específica que define as regras de desempate²²³.

O regimento interno do CRSFN já foi alterado com o objetivo de viabilizar um trâmite mais rápido dos processos com a manutenção da devida segurança jurídica e a atribuição de prioridade às questões de maior interesse público.

Como é de conhecimento daqueles que atuam no Mercado de Capitais, o CRSFN, há muito, enfrenta diversos problemas relacionados, notadamente, ao elevado número de recursos a serem julgados, o que vem acarretando um longo prazo médio de tramitação dos processos respectivos. No ano de 2008, por exemplo, verificou-se que esse prazo foi de quase dois anos e meio²²⁴.

Diante disso, foi editado o Decreto 6.841, de 7 de maio de 2009, o qual, dentre outros assuntos e embora ainda não tenha contemplado todas as medidas almejadas pela comunidade jurídica para fins de otimização das atividades desenvolvidas pelo CRSFN, extinguiu a obrigatoriedade da figura do revisor do recurso e estabeleceu, explicitamente, a possibilidade de determinados recursos terem tramitação prioritária, pelo fato de (i) haver interesse de idosos, nos termos do artigo 71 da Lei 10.741, de 1º de outubro de 2003, ou (ii) em atendimento a relevante interesse público, conforme decisão fundamentada do Presidente do órgão ou entidade de origem.

²²² Cf. art. 20, da Portaria MF 68, de 26 de fevereiro de 2016.

²²³ COVAS, Silvano; CARDINALI, Adriana Laporta. O Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional: atribuições e jurisprudência. São Paulo: Quartier Latin, 2008. p. 61.

²²⁴ CONSELHO DE RECURSOS DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL. Relatório Gerencial (2008). Disponível em: http://www.fazenda.gov.br/orgaos/collegiados/crsfn/arquivos/relatoriosgerenciais/2008/relatorio_2008_crsfn.pdf Acesso em 10 de setembro de 2019. p. 7.

CAPÍTULO 3 – METODOLOGIA E ANÁLISE DOS DADOS COLETADOS

Este terceiro capítulo do trabalho explicita a metodologia utilizada para a obtenção e classificação dos dados, bem como apresenta os resultados e faz a análise dos mesmos de acordo com a instância julgadora, se a CVM ou o CRSFN.

3.1 A Metodologia utilizada na coleta de dados

De início, reforça-se que a premissa que norteou o trabalho é a de que nas pesquisas em ciências sociais existe a necessidade de foco em elementos palpáveis. Sobre isso, destaca Pedro Demo:

Não se pode negar que muitas ciências sociais ou, pelo menos, orientações dentro de certas ciências sociais tendem à teorização excessiva, sendo já difícil distinguir da filosofia, em sentido pejorativo. O grande valor da pesquisa empírica é o de trazer a teoria para a realidade concreta²²⁵.

Claro que isso, em absoluto, significa abandonar a importância da estrutura dedutiva na investigação. A respeito, lecionam Eugênio Bulygin e Carlos Eduardo Alchourrón:

Pero como ya tuvimos oportunidad de señalar, el carácter empírico de una ciencia no es en modo alguno incompatible con su estructura deductiva. La sistematización de sus enunciados es – en la concepción moderna – una de las tareas fundamentales de toda ciencia, tanto formal como empírica. La diferencia entre ambos tipos de ciencia consiste sobre todo en los criterios de selección de sus enunciados primitivos, no en la deducción de los enunciados derivados²²⁶.

Para a realização do trabalho, foram selecionados julgados do Colegiado da CVM²²⁷ para, em um segundo momento, encontrar o seu equivalente nos pronunciamentos do CRSFN²²⁸.

O trabalho está voltado, portanto, à análise de decisões²²⁹ tomadas pela primeira e segunda instâncias administrativas do mercado de capitais brasileiro buscando, com isso,

²²⁵ DEMO, Pedro. *Metodologia científica em ciências sociais*. 3. ed. São Paulo: Ed. Atlas, 1995. p. 26.

²²⁶ BULYGIN, Eugênio; ALCHOURRÓN, Carlos Eduardo. *Introducción a la metodología de las ciencias jurídicas y sociales*. Buenos Aires. Editorial Astrea: 2006. p. 91.

²²⁷ Ressalta-se a dificuldade para acesso aos julgados da CVM em razão de problemas de indexação das informações. Não existe uma padronização na apresentação dos processos. Como exemplos, mencionamos os seguintes: PAS RJ 2009/1004 e PAS 02/2014. Fácil perceber a ausência de um padrão. Temos um processo com a unidade federativa, o ano e o número. Já no outro, inexistente referência à unidade federativa e o ano aparece por último.

²²⁸ A ideia foi justamente comparar as decisões de primeira e segunda instâncias administrativas para um mesmo caso, cotejando, assim, o entendimento do Colegiado da CVM e do CRSFN.

²²⁹ Foram analisados 205 (duzentos e cinco) processos julgados pelo Colegiado da CVM e 155 (cento e cinquenta e cinco) no CRSFN perfazendo, portanto, um total de 360 (trezentos e sessenta) processos.

entender a respeito de como decidem o Colegiado da CVM e o CRSFN nos processos sancionadores²³⁰.

Como já salientado, foram analisados julgados relativos a acusações de pelo menos uma das cinco infrações administrativas, a seguir: a) criação de condições artificiais de demanda, oferta e preço; b) manipulação de preços; c) operação fraudulenta; d) prática não equitativa e e) uso de informação privilegiada ou *insider trading*.

A coleta de dados referentes aos julgados se deu inicialmente no sítio eletrônico da CVM, a partir da ferramenta “Processos Sancionadores Julgados”²³¹. Como parâmetro de pesquisa, foram utilizadas expressões-chave que correspondem exatamente ao nome, sem aspas²³², de cada uma das infrações administrativas acima identificadas²³³. Em todos os casos, a data de corte foi 31/12/2018 (trinta e um de dezembro de dois mil e dezoito)²³⁴.

Após uma depuração e obtenção de dados parciais, foi realizada uma busca no sítio eletrônico do CRSFN, a partir da ferramenta “Busca de Jurisprudência” disponibilizada pela *homepage* do Órgão. Como parâmetro de pesquisa, foram utilizados o número do processo na primeira instância e, quando não obtido êxito, foram utilizados os nomes das partes entre aspas até a localização do respectivo julgado no CRSFN.

A busca foi realizada sem data de corte, porém, foi estabelecido como limite a data de 30/09/2019 (trinta de setembro de dois mil e dezenove) para que a pesquisa pudesse ser consolidada²³⁵.

Os dados coletados foram organizados em uma base de dados²³⁶, a partir dos seguintes campos: a) identificação do processo julgado pelo Colegiado da CVM; b) infração administrativa analisada no processo dentre as cinco objeto da pesquisa; c) identificação das

²³⁰ Pesquisa realizada pela Fundação Getúlio Vargas (FGV) serviu de referência metodológica para o presente trabalho. Naquela pesquisa, o objetivo foi conhecer como o CRSFN julga recursos oriundos da CVM e do Banco Central do Brasil (BCB). Para saber mais, acesse: <https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/8842>. Acesso em: 5 de março de 2019.

²³¹ As decisões do Colegiado da CVM foram obtidas no link: <http://www.cvm.gov.br/sancionadores/index.html>.

²³² A busca foi realizada usando o parâmetro “expressão exata” disponível na ferramenta disponível no sítio eletrônico da CVM.

²³³ No caso do *insider trading* preferiu-se a utilização do seu *nomen juris*, qual seja, “uso de informação privilegiada”. *Insider trading* é um nome muito utilizado na doutrina e entre os operadores do mercado, mas não pela legislação brasileira de regência.

²³⁴ A pesquisa foi realizada apenas com os julgados disponíveis nas ferramentas de busca dos sítios eletrônicos da CVM e do CRSFN sem uma data inicial. A data de corte de 31/12/2018 para os processos da CVM se refere ao ano cheio anterior a entrada em vigor do novo regime sancionador da autarquia trazido pela Instrução CVM 607/2019, de 17 de junho de 2019 e que passou a vigor a partir de 1º setembro de 2019, consoante art. 112 da Instrução.

²³⁵ Essa data, como salientado, foi estabelecida para os fins de consolidação dos dados e finalização da pesquisa. A relação nominal dos processos encontrados na segunda instância e seus quantitativos se encontram nos Apêndices do presente trabalho.

²³⁶ A partir da base de dados - estruturada em 144 (cento e quarenta e quatro) campos - foram gerados os gráficos e tabelas apresentados no trabalho.

acusações de acordo com as infrações pesquisadas; d) resultado final do julgamento pelo Colegiado da CVM para cada uma das acusações relacionadas as infrações pesquisadas; e) penalidades aplicadas; f) fundamentação do julgado em lei ou regulamento do setor; g) identificação do processo no CRSFN; h) identificação dos recorrentes nos respectivos Recursos Voluntários; i) identificação dos recorridos no Recurso de Ofício; j) resultado do julgamento do CRSFN para cada um dos recorrentes e recorridos; k) fundamentação do julgado do CRSFN em lei ou regulamento do setor e l) tempo decorrido entre o julgamento do Colegiado da CVM e do CRSFN.

Ainda sobre a metodologia do trabalho, destaca-se que neste último Capítulo serão apresentadas as análises dos dados obtidos - quantitativas e também qualitativas, visto que, alguns processos específicos, que pelos resultados do julgamento chamaram a atenção, terão um olhar (qualitativo) mais detido.

Passam-se a ser descritos os dados encontrados e realizadas as análises pertinentes começando pelos processos julgados pelo Colegiado da CVM e, posteriormente, pelo CRSFN.

3.1.1 Processos Julgados pelo Colegiado da CVM

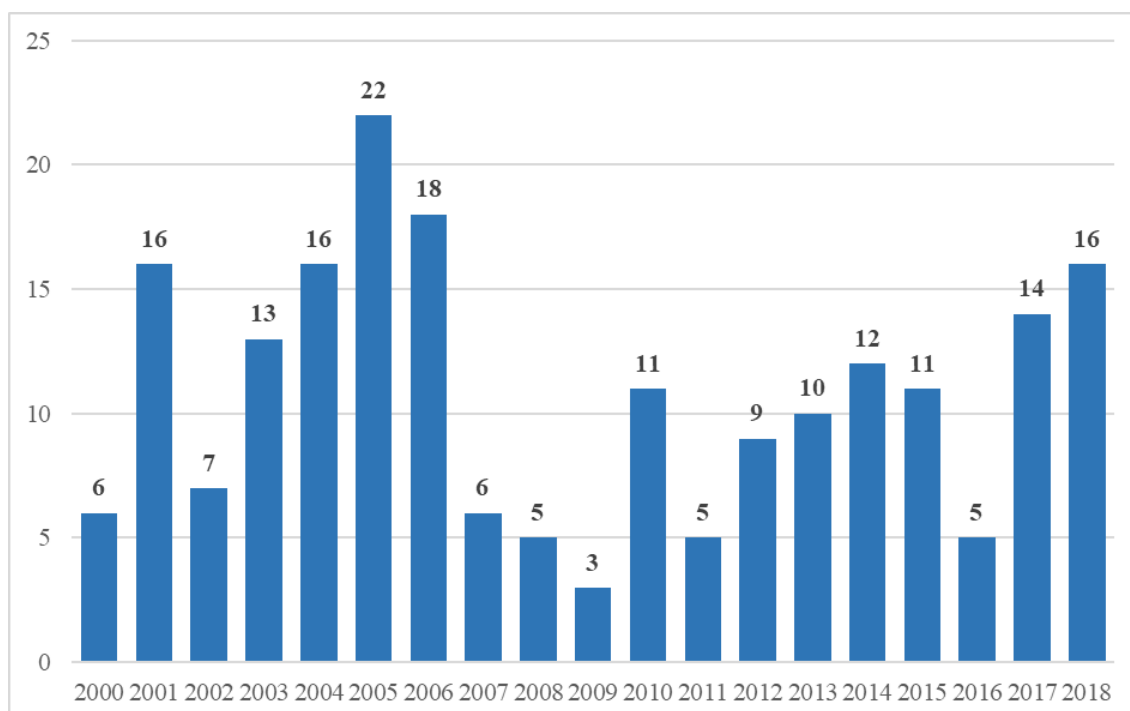
O Gráfico 1 – Quantidade de Processos CVM, abaixo, apresenta a quantidade de processos integrantes da base de pesquisa distribuídos por ano de julgamento.

Observa-se que os dados coletados abrangem um longo período de tempo, qual seja, 18 (dezoito) anos.

Desse período, foram coletados dados a respeito de 205 (duzentos e cinco processos). Eles compõem a base porque foi encontrada pelo menos 01 (uma) acusação de cometimento de pelo menos 01 (uma) dentre as infrações pesquisadas.

Destaca-se o ano de 2005 com a maior quantidade de processos julgados 22 (vinte e dois processos) e em contrapartida o ano de 2009 com apenas 03 (três), sendo essa a menor quantidade de processos julgados.

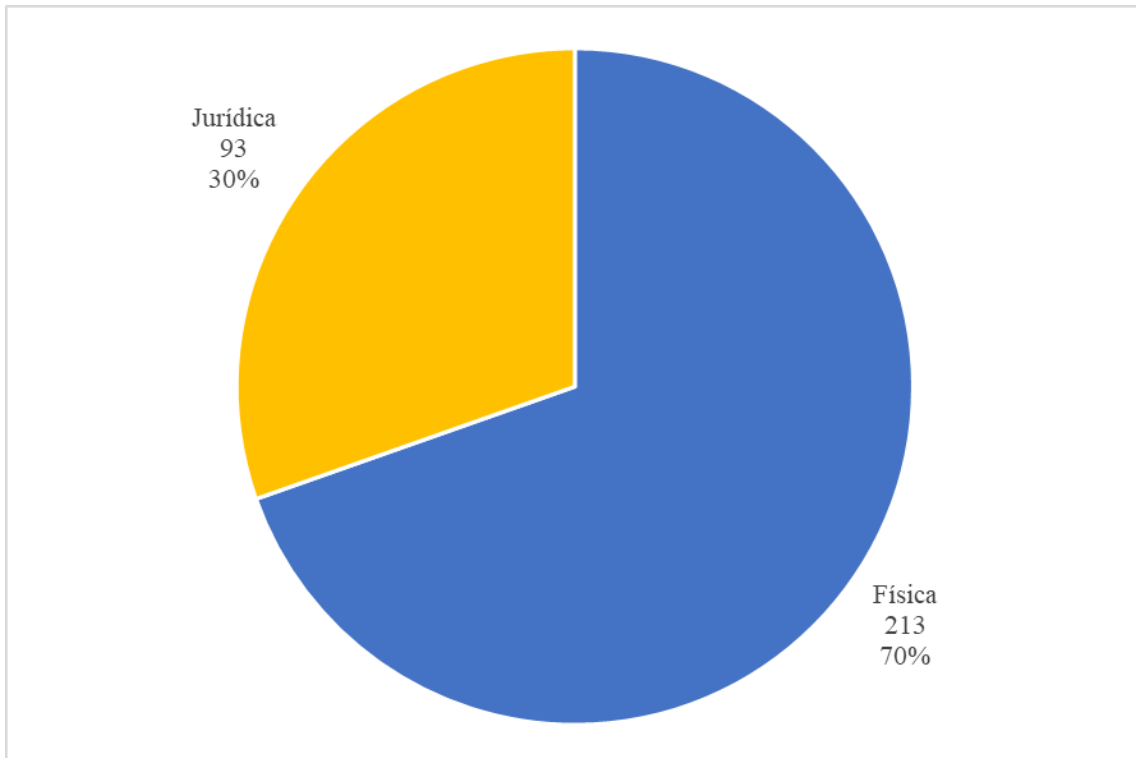
No Apêndice A, consta tabela com a distribuição dos processos de acordo com o ano e mês de julgamento pela CVM.

GRÁFICO 1 – Quantidade de processos julgados por ano (CVM)

Fonte: elaboração própria a partir da base de dados

O Gráfico 2, a seguir, apresenta a quantidade de acusados por tipo de pessoa, física ou jurídica.

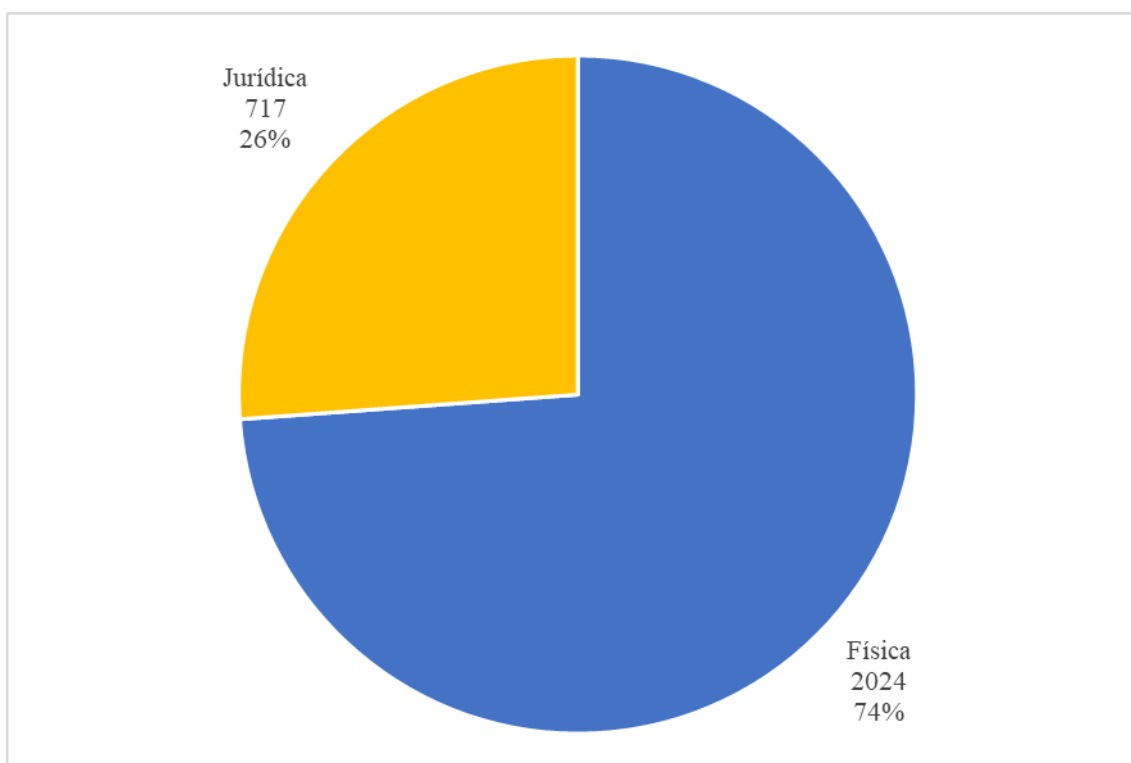
Há um total de 306 (trezentos e seis) acusados, sendo que o percentual de pessoas físicas chega a 70% (setenta por cento) desse total.

GRÁFICO 2 – Quantidade de acusados por pessoas físicas ou jurídicas (CVM)

Fonte: elaboração própria a partir da base de dados

No Gráfico 3, em referência à quantidade de acusações por tipo de pessoa, física ou jurídica, verifica-se um total de 2.741 (duas mil setecentas e quarenta e uma) acusações, sendo 74% (setenta e quatro) por cento delas feitas em desfavor de pessoas físicas.

Nos Apêndices B e C, temos a relação nominal das pessoas físicas e jurídicas e as respectivas quantidades de acusações de forma individualizada.

GRÁFICO 3 – Quantidade de acusações por pessoas físicas ou jurídicas

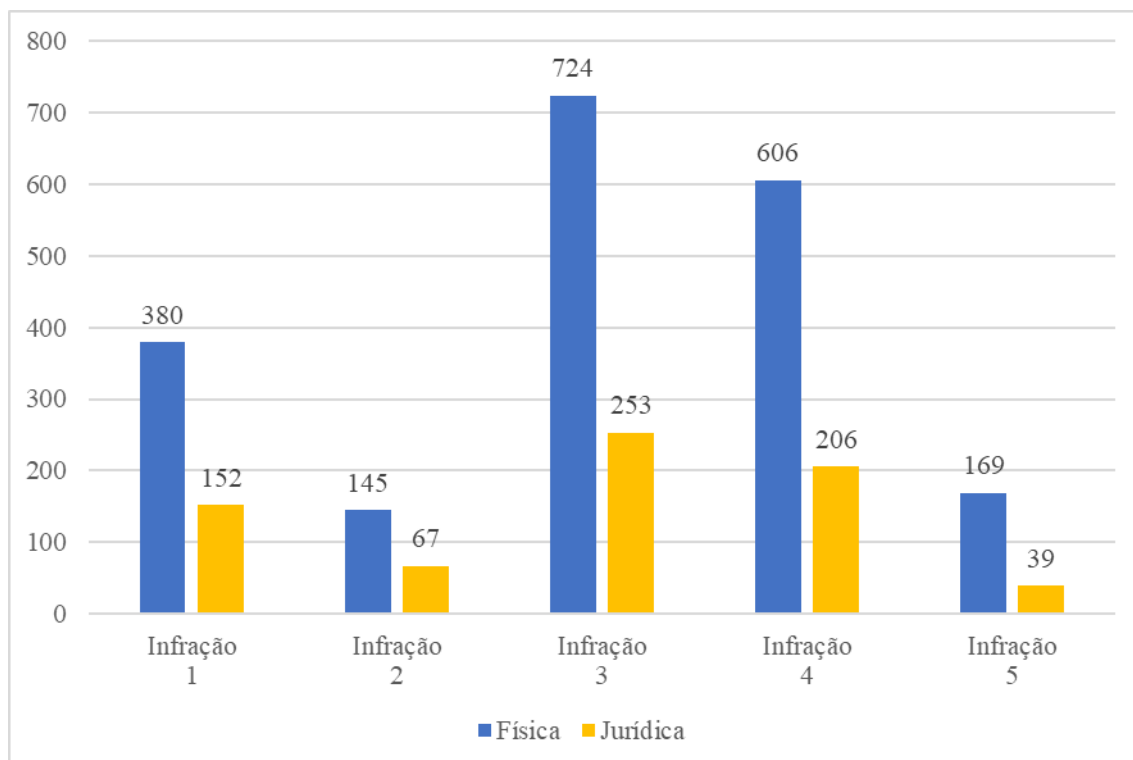
Fonte: elaboração própria a partir da base de dados

No Gráfico 4, temos a distribuição das acusações por tipo de pessoa e infração, com destaque às Infrações 3 - Operação fraudulenta e 4 - Prática não equitativa.

Destaca-se o ano de 2005 com a maior quantidade de processos julgados 22 (vinte e dois processos) e em contrapartida o ano de 2009 com apenas 03 (três), sendo essa a menor quantidade de processos julgados.

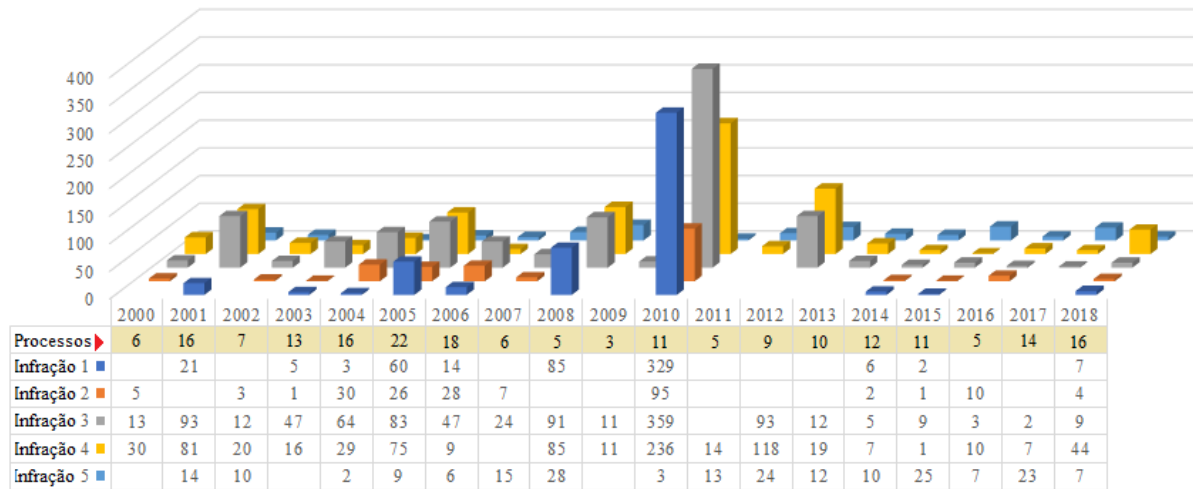
No Apêndice D, está apresentada a tabela que espelha as informações do Gráfico 4.

GRÁFICO 4 – Quantidade de acusações por pessoa física ou jurídica, segundo a infração



Fonte: elaboração própria a partir da base de dados

No Gráfico 5, quanto à quantidade de processos distribuídos por ano de julgamento e infração, destacam-se o ano de 2010 (dois mil e dez) e as infrações 3 - Operação fraudulenta e 1 - Criação de condições artificiais de demanda, oferta e preço e 4 – Prática não equitativa.

GRÁFICO 5 – Quantidade de processos por ano e infração (CVM)

Fonte: elaboração própria a partir da base de dados

A Tabela 1, a seguir, exibe a conclusão do julgamento das acusações por infração. Nela observa-se que a quantidade de multas representa 21,7% (vinte e um vírgula sete) dos resultados dos julgamentos, sendo este o maior percentual dentre as penalidades.

Observa-se ainda o maior valor de multa aplicado dentre toda a base sendo este R\$ 264.585.322,94 (duzentos e sessenta e quatro milhões, quinhentos e oitenta e cinco mil trezentos e vinte e reais e noventa e quatro centavos).

Destaca-se também a quantidade a quantidade majoritária de absolvições das acusações perfazendo 75,5% (setenta e cinco vírgula cinco) do total.

TABELA 1 - Quantidade de penalidades por infração (CVM)

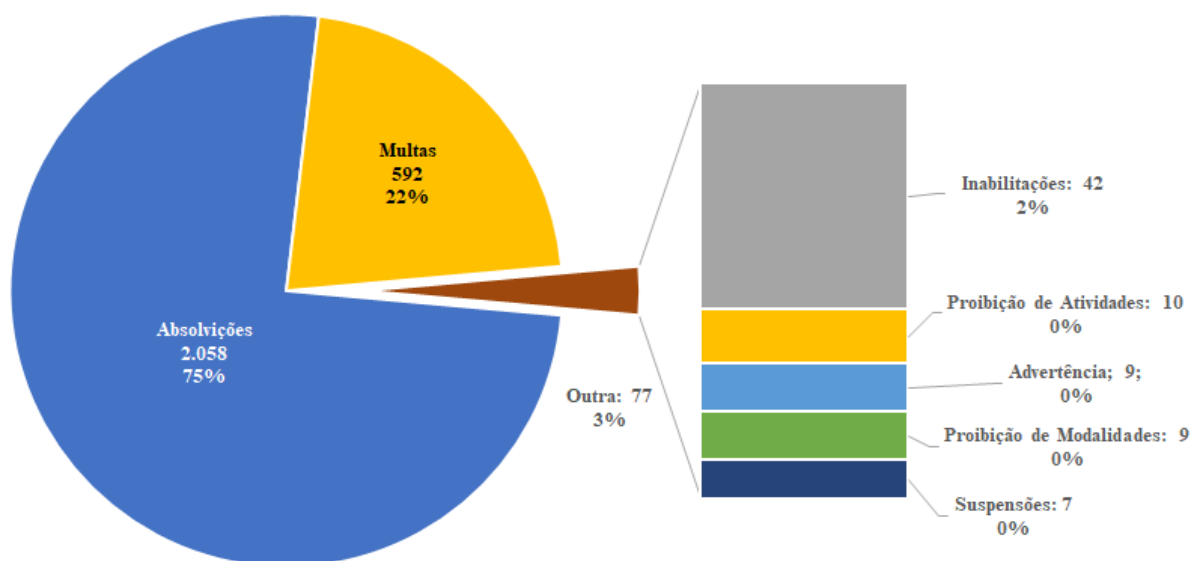
Conclusão	Extensão	1	2	3	4	5	Total	%
Absolvição	Quantidade	498	176	699	563	122	2.058	75,5%
Advertência	Quantidade	-	-	2	6	1	9	0,3%
Inabilitação de cargo/atividades	Maior	-	-	10	10	5	10	
	Menor	-	-	1	1	5	1	
	Média (anos)	-	-	4	4	5	-	
	Quantidade	-	-	24	17	1	42	1,5%
Multa	Maior	9.198.804,00	1.710.000,00	264.585.322,94	104.138.367,63	22.720.113,90	264.585.322,94	
	Menor	1.840,89	2.500,00	1.000,00	258,20	1.340,00	258,20	
	Média (R\$)	811.465,11	261.189,10	3.097.266,18	1.667.890,96	1.122.940,54	2.039.763,48	
	Quantidade	34	32	236	211	79	592	21,7%
Proibição de Modalidades	Maior	-	5	5	5	-	5	
	Menor	-	1	2	5	-	1	
	Média (anos)	-	3	4	5	-	4	
	Quantidade	-	2	5	2	-	9	0,3%
Proibição de Atividades	Maior	-	5	5	3	-	5	
	Menor	-	5	5	3	-	3	
	Média (anos)	-	5	5	3	-	4	
	Quantidade	-	2	3	5	-	10	0,4%
Suspensão de autorização ou registro	Maior	-	-	7	10	-	10	
	Menor	-	-	1	5	-	1	
	Média (anos)	-	-	5	8	-	5	
	Quantidade	-	-	5	2	-	7	0,3%
Total de acusações							2.727	100,0%

Fonte: elaboração própria a partir da base de dados

No Gráfico 6, sobre os dados relativos à conclusão dos julgamentos de acordo com a infração, torna-se fácil constatar que a absolvição chega a 75% (setenta e cinco) por cento dos casos e que, dentre as penalidades, a mais recorrente é a multa pecuniária em 22% (vinte e dois) por cento dos casos.

Todas as demais penalidades previstas na legislação não perfazem juntas o montante de 3% (três por cento) dos processos analisados.

GRÁFICO 6 – Conclusão do julgamento de acordo com a infração (CVM)



Fonte: elaboração própria a partir da base de dados

A Tabela 2, abaixo, ilustra as menções a leis ou atos normativos na fundamentação das decisões do Colegiado.

Aparecem com mais frequência a Lei 6.385/1976 e a Instrução CVM 08/1979. A Lei traz as penalidades aplicáveis nos processos sancionadores e a Instrução foi a que instituiu as infrações 1 - Criação de condições artificiais de demanda, oferta e preço, 2 - Manipulação de preços, 3 - Operação fraudulenta e 4 - Prática não equitativa que são analisadas na presente pesquisa. Assim, não surpreende a fundamentação com base nessa Lei e na Instrução referida.

TABELA 2- Fundamentação dos julgados (CVM)

Tipo	Menções	Fundamentação	Infrações					Total
			1	2	3	4	5	
Leis	200	Lei nº 6.385/1976	13	15	63	42	13	146
		Lei nº 6.404/1976	1	3	4	1	45	54
Atos Normativos	237	Instrução CVM nº 8/1979	23	22	84	51	1	181
		Instrução CVM nº 31/1984				1	6	7
		Instrução CVM nº 33/1984	1					1
		Instrução CVM nº 150/1991	1					1
		Instrução CVM nº 220/1994			2			2
		Instrução CVM nº 302/1999	1		1	2		4
		Instrução CVM nº 306/1999			1			1
		Instrução CVM nº 358/2002		1			38	39
				1			1	
Total			40	41	156	97	103	437

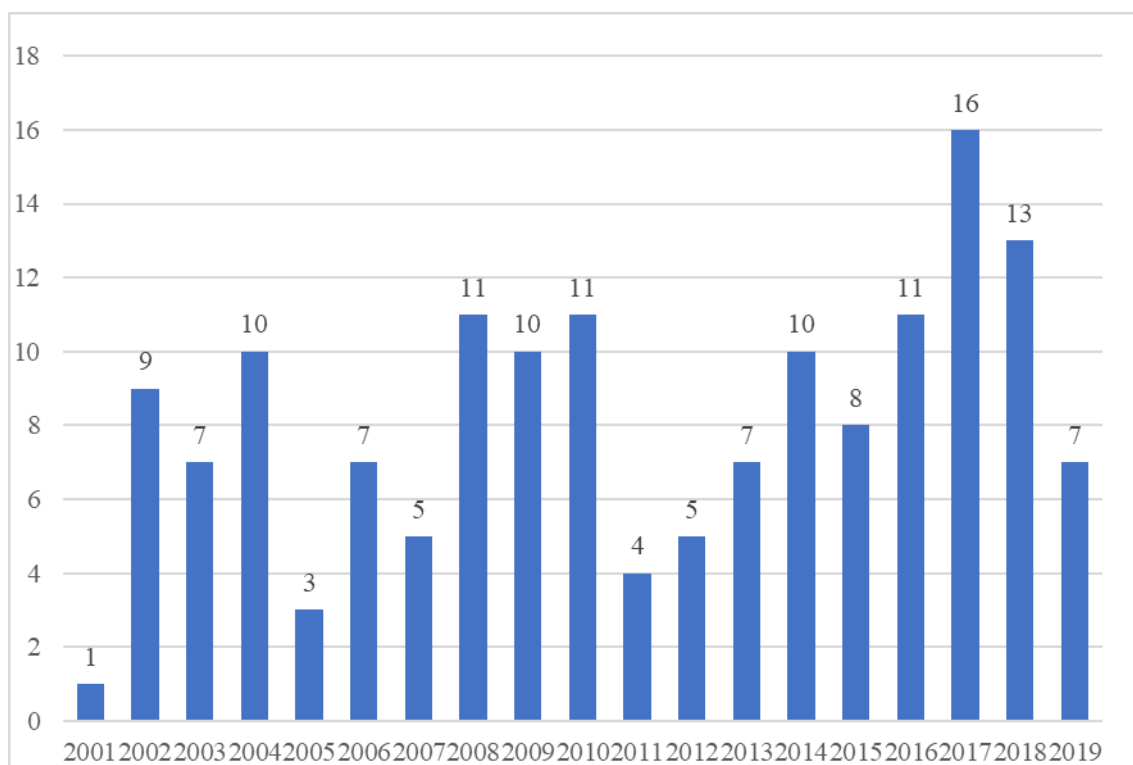
Fonte: elaboração própria a partir da base de dados coletada.

3.1.2 Processos Julgados pelo CRSFN

O Gráfico 7, abaixo, ilustra a quantidade de processos constantes na base por ano de julgamento no CRSFN. Destaca-se, na nossa base de dados, o ano de 2017, quando foram julgados 16 (dezesesseis) processos.

No total foram julgados 155 (cento e cinquenta e cinco) processos no CRSFN²³⁷.

²³⁷ Como já salientado, foram 205 (duzentos e cinco) processos na CVM e 155 (cento e cinquenta e cinco) no CRSFN, portanto, não foram encontrados 50 (cinquenta) processos nos mecanismos de busca que poderiam fazer parte da segunda instância.

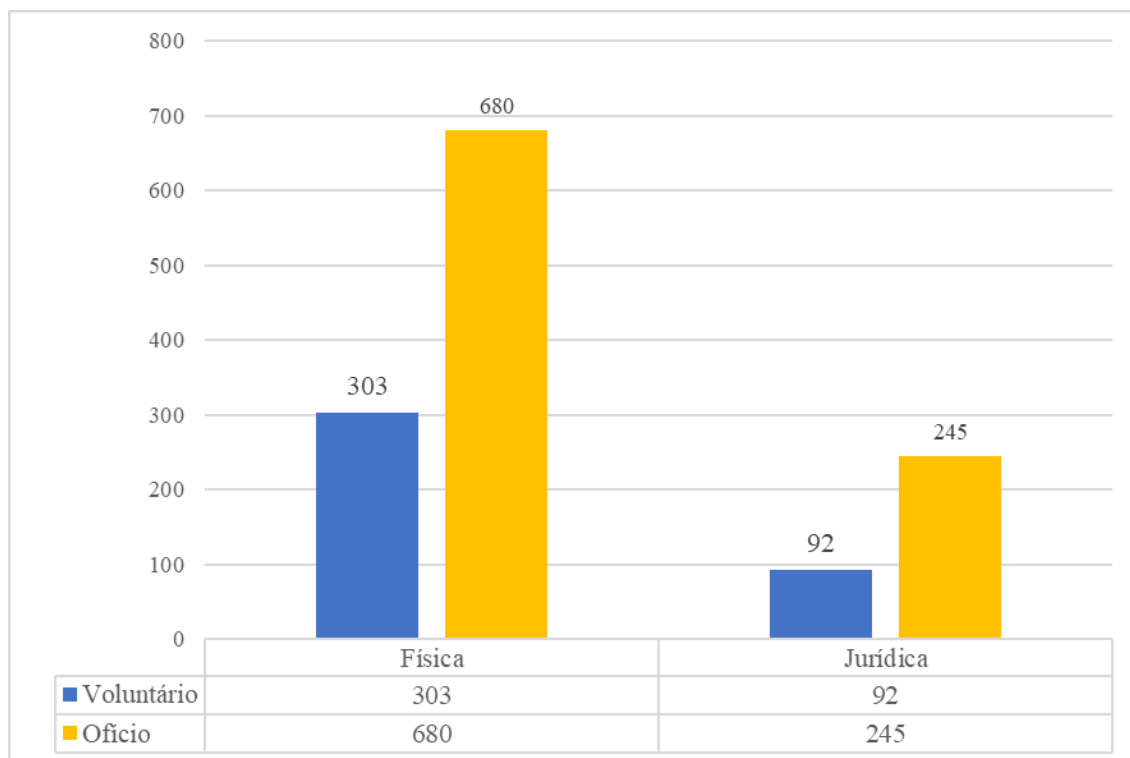
GRÁFICO 7 – Quantidade de processos por ano de julgamento (CRSFN)

Fonte: elaboração própria a partir da base de dados

O Gráfico 8, abaixo, ilustra a quantidade de recorrentes e recorridos por pessoa física ou jurídica.

É natural o número maior de recorridos, considerando o alto índice de absolvições na primeira instância que como vimos chega a 75% (setenta e cinco) dos casos, ensejando um alto índice de recursos de ofícios, tanto por pessoas físicas, quanto jurídicas.

GRÁFICO 8 – Quantidade de recorrentes e recorridos por pessoa física ou jurídica (CRSFN)

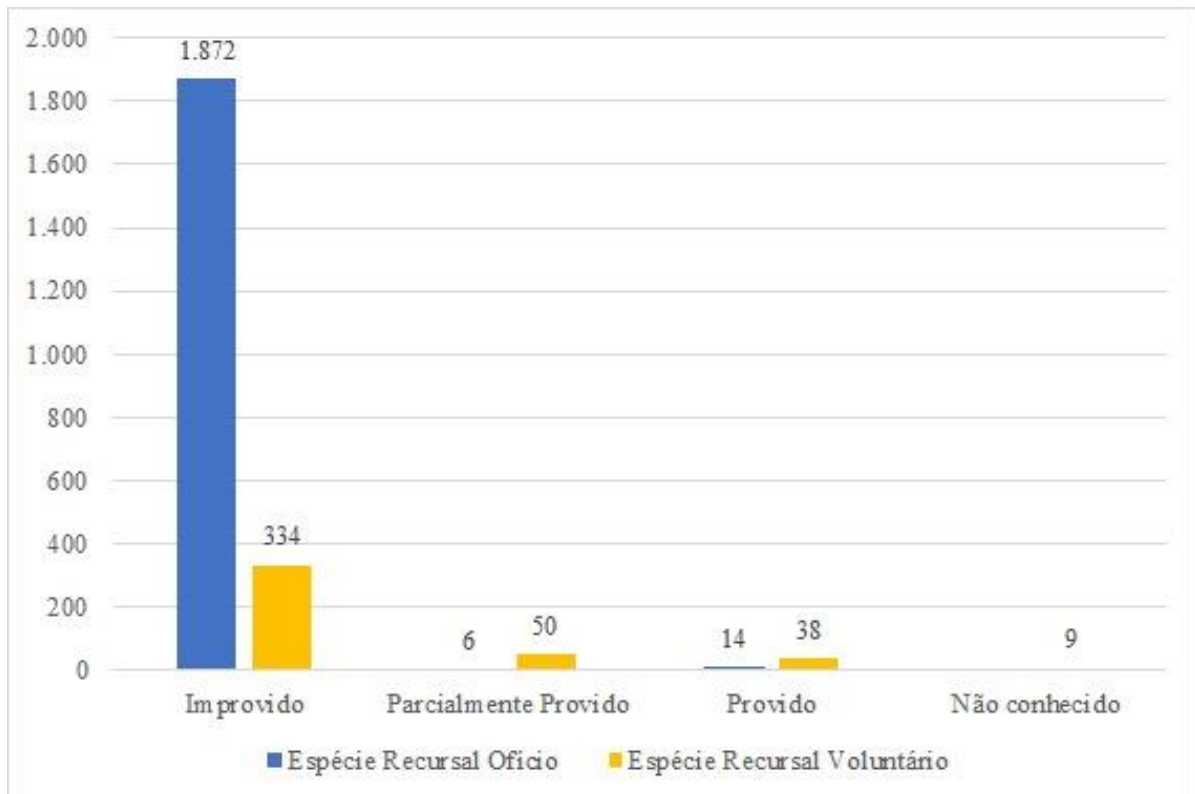


Fonte: elaboração própria a partir da base de dados

O Gráfico 9, a seguir, mostra o resultado do julgamento do CRSFN por espécie de recurso.

Verifica-se o destaque ao elevado número de não provimento dos recursos de Ofício pelo CRSFN de forma a manter a absolvição e arquivamento dos processos da primeira instância.

Frisa-se que em 95% (noventa e cinco) o CRSFN é deferente para com as decisões da CVM.

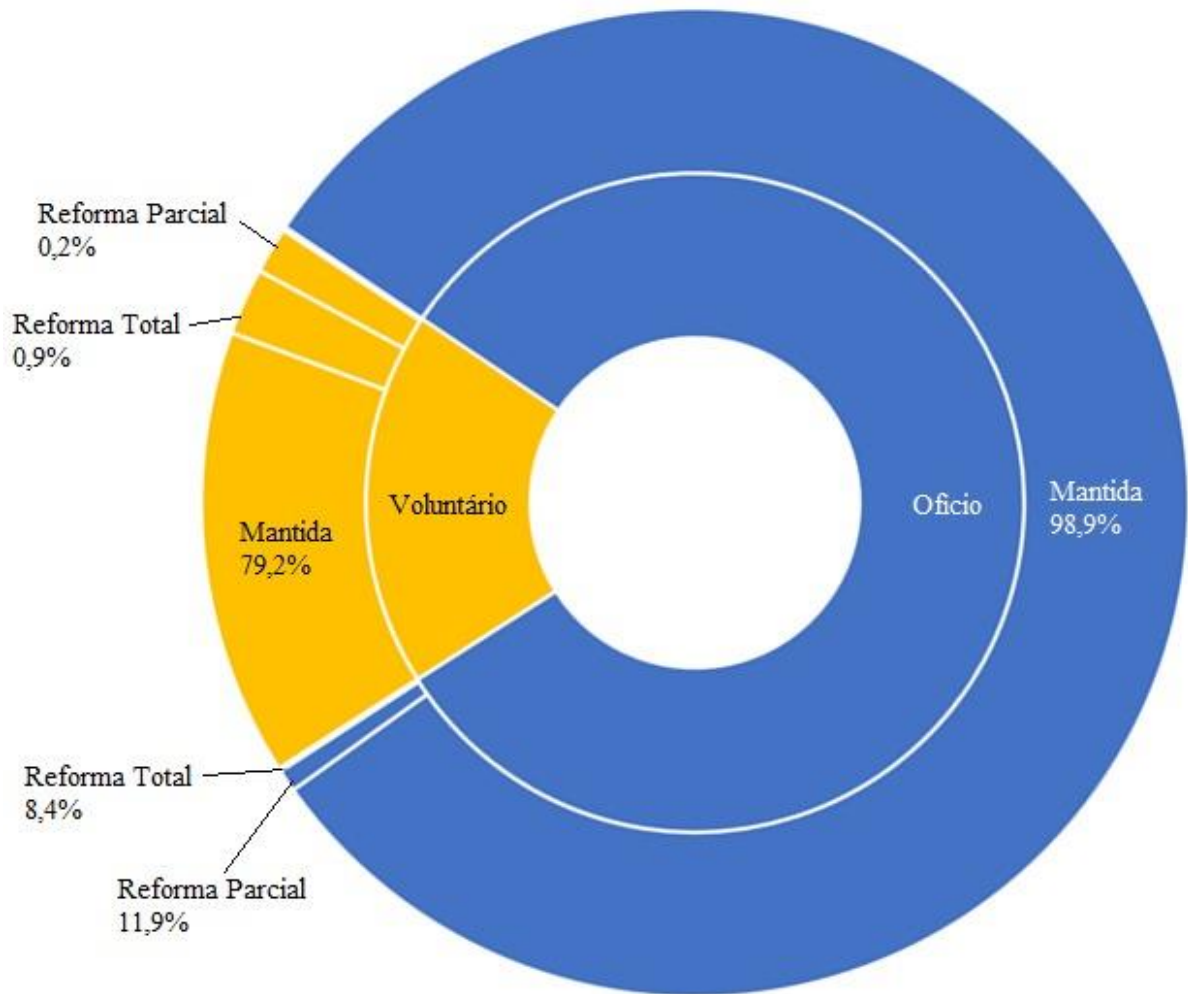
GRÁFICO 9 – Decisão por espécie de recurso, ofício ou voluntário (CRSFN)

Fonte: elaboração própria a partir da base de dados

O Gráfico 10, abaixo, ilustra as poucas mudanças ocorridas nas decisões da CVM após a apreciação do recurso pelo CRSFN.

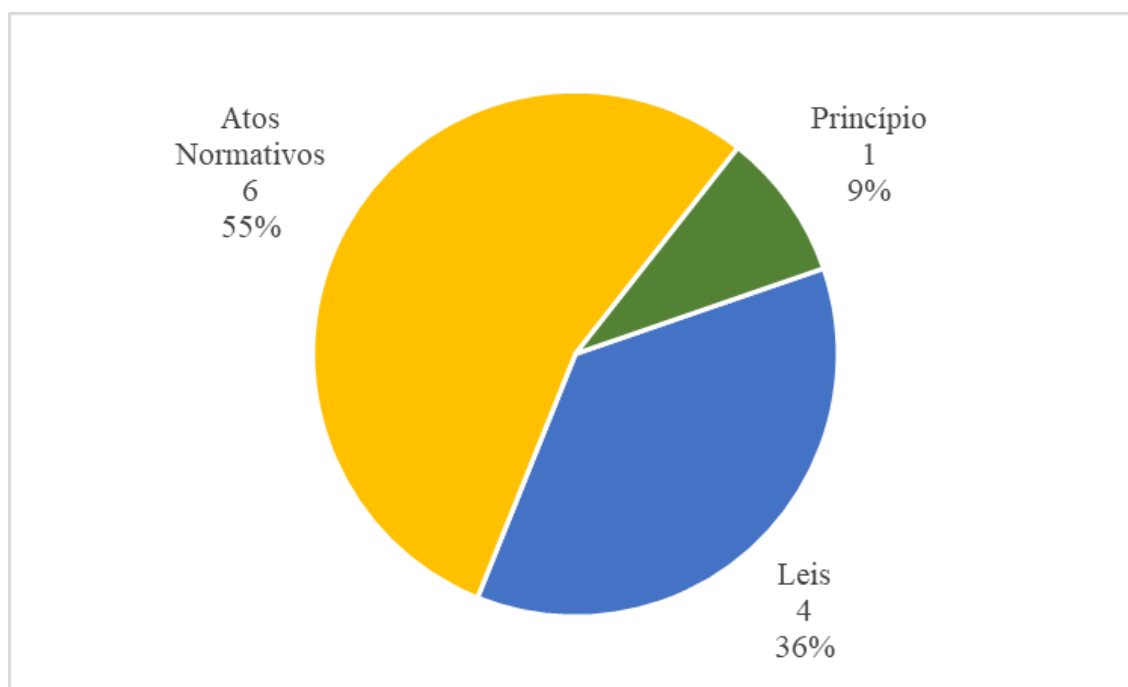
Nele, pode-se observar ainda a disparidade entre os recursos de ofício e voluntário, bem como, os baixos índices de reforma parcial no recurso de ofício.

GRÁFICO 10 – Decisão da CVM após a apreciação do recurso na segunda instância (CRSFN)



Fonte: elaboração própria a partir da base de dados

O Gráfico 11, abaixo, mostra as menções nas fundamentações dos julgados do CRSFN.

GRÁFICO 11 – Fundamentação dos julgados (CRSFN)

Fonte: elaboração própria a partir da base de dados

A Tabela 3, abaixo, detalha as menções a Leis, Atos normativos e ou Princípios nas decisões do CRSFN.

TABELA 3- Fundamentação dos julgados (CVM)

Tipo	Fundamentação (CRSFN)	Total
Instrução CVM	Instrução CVM n° 08/79	77
	Instrução CVM n° 31/84	5
	Instrução CVM n° 302/99	2
	Instrução CVM n° 306/99	1
	Instrução CVM n° 358/02	21
	Instrução CVM n° 387/03	1
Lei	Lei n° 4.131/62	1
	Lei n° 4.595/64	1
	Lei n° 6.385/76	131
	Lei n° 6.404/76	26
Princípio	Princípio da igualdade das partes	1

Fonte: elaboração própria a partir da base de dados

A Tabela 4, a seguir, faz um detalhamento do tempo médio de julgamento entre data do julgamento na CVM até o julgamento pelo CRSFN.

TABELA 4- Tempo médio de julgamento entre a primeira e a segunda instância (CVM)

Menor tempo	Maior tempo	Tempo médio
7 meses	10 anos, 10 meses	3 anos, 5 meses

Fonte: elaboração própria a partir da base de dados

3.2 Análise qualitativa de processos específicos

3.2.1 PAS 06/2007 - Recurso 14.404

Este processo e seu recurso foram selecionados em razão de que eles ilustram um caso em que houve o maior valor de multa aplicado a um único acusado dentre todos os processos pesquisados.

Trata-se de multa pecuniária no valor de R\$ 264.585.322,94 que foi imposta ao acusado Eduardo Jorge Chame Saad por prática de operação fraudulenta (Infração 3).

A investigação, conduzida pela Comissão de Inquérito da CVM, concluiu que diversos acusados praticaram operações fraudulentas no mercado de valores mobiliários.

Chegaram a essa conclusão, em primeiro lugar, pela constatação de que a maioria dos acusados possuía entre si algum tipo de relação prévia, seja ela de cunho comercial ou mesmo pessoal.

As razões de voto do relator explicam os fatos e as acusações:

1.1. As provas que constam dos autos revelam de maneira inequívoca a ocorrência de fraude; uma fraude que proporcionou lucros ilícitos de mais de R\$ 218 milhões aos acusados; uma fraude especialmente grave por ter sido praticada contra uma autarquia e entidades de previdência complementar de entes públicos e empresas estatais. 1.2. Embora a cadeia de negócios realizados pareça complexa, as provas coletadas pela comissão de inquérito deixam clara a real natureza da operação. Entendê-la se torna bastante simples, uma vez dissipada a cortina de fumaça criada pelos acusados para encobrir o ilícito praticado. 1.3. Muito embora a ASM DTVM tenha sido contratada pelo RioPrevidência para estruturar o Fundo Leiloado e distribuir suas cotas no mercado, a ASM Administradora, empresa que tinha o mesmo nome, os mesmos sócios e o mesmo endereço da ASM DTVM, constituiu um outro fundo, o Fundo Comprador, para atuar na ponta compradora da operação. 1.4. Daí surge um gravíssimo conflito de interesses que, por si só, seria suficiente para suscitar uma investigação por parte da CVM. Uma distribuidora contratada para vender valores mobiliários no mercado não pode figurar na ponta compradora da operação sem pelo menos notificar seus clientes desse fato e tomar as medidas necessárias para que a venda ocorra de maneira competitiva. 1.5. Mas a ASM Administradora não parou por aí. Ao invés de fazer com que o Fundo Comprador adquirisse as cotas do Fundo Leiloado diretamente, ela adiantou recursos – captados juntos a entidades de previdência complementar de empresas estatais – para que os Investidores o fizessem. Ou seja, ao invés de participar do leilão diretamente, o Fundo Comprador ofereceu recursos para que outros se aproveitassem dessa oportunidade. 1.6. Os Investidores utilizaram o dinheiro recebido do Fundo Comprador para arrematar as cotas do Fundo Leiloado. Na seqüência, retiraram os Créditos FCVS do Fundo Leiloado e transferiram-nos para o Fundo Comprador. Nessa operação, na qual não investiram recursos próprios nem incorreram em qualquer risco, esses quatro investidores

obtiveram lucro de R\$ 218.778.084,40, num período de 3 meses e 15 dias. 1.7. E quem eram os Investidores? O principal deles, Eduardo Jorge Chame Saad, que obteve R\$ 132.292.661,47 de lucro com a operação, foi sócio fundador da ASM Administradora e também da ASM DTVM, embora não mais figurasse no quadro social dessas empresas quando as operações descritas nesse processo aconteceram. 1.8. Dois outros, Olímpio Uchoa Vianna e Fernando Salles Teixeira de Mello, eram sócios na EFO Empreendimentos e Participações Ltda., cujo diretor era Eugênio Pacelli Marques de Almeida Holanda, que, por sua vez, também é sócio e administrador da Tetto, empresa contatada pela ASM Administradora para selecionar, gerir e converter os Créditos FCVS que pertenciam ao Fundo Comprador. 1.9. O quarto investidor, José de Vasconcellos e Silva, também foi sócio da Tetto, e recebeu dela, em pelo menos uma ocasião, pagamentos que geraram denúncia de suspeita de lavagem de dinheiro ao Conselho de Controle de Atividades Financeiras – COAF. 1.10. Em síntese: os quatro Investidores, que lucraram R\$ 218.778.084,40 com a operação, tinham relações bastante próximas com a empresa responsável pela venda das cotas do Fundo Leiladoo – a ASM DTVM – e com a gestora do Fundo Comprador – a ASM Administradora. Eles também tinham relações próximas com a Tetto, que prestava serviços a ambos os fundos. 1.11. Mas os quatro Investidores não foram os únicos que se beneficiaram. Ao final da operação, a Tetto restou proprietária dos Créditos que não tiveram o Fundo Comprador como destino, sem que para isso precisasse efetuar qualquer desembolso significativo²³⁸.

Foram aplicadas pelo Colegiado as seguintes penalidades para as acusações de operação fraudulenta:

5.1. Em resumo, proponho: 5.1.I. pela infração ao item I da Instrução CVM nº 8, de 1979, aplicar as seguintes penalidades: 5.1.I.1. suspensão, por 7 anos, do registro de administrador de carteira de cada um dos seguintes acusados: ASM DTVM, ASM Administradora e Antônio Luís de Mello e Souza; 5.1.I.2. inabilitação temporária, por 7 anos para o exercício do cargo de administrador em entidade integrante do sistema de distribuição, para Sérgio Luiz Vieira Machado de Mattos; 5.1.I.3. multa de R\$ 264.585.322,94 para Eduardo Jorge Chame Saad; 5.1.I.4. multa de R\$ 54.095.419,84 para Fernando Salles Teixeira de Mello; 5.1.I.5. multa de R\$ 55.301.612,48 para José de Vasconcellos e Silva; 5.1.I.6. multa de R\$ 56.105.740,88 para Olímpio Uchoa Vianna; 5.1.I.7. multa de R\$ 7.468.072,66 para a Nominal; 5.1.I.8. multa de R\$ 43.755.616,88 para a Tetto; 5.1.I.9. multa de R\$ 21.877.808,44 para Eugênio Pacelli Marques de Almeida Holanda; e 5.1.I.10. multa de R\$ 1.197.290,56 para a Estratégia²³⁹.

No CRSFN, os Recursos Voluntários propostos pelos condenados foram providos e foi declarada a nulidade da decisão do Colegiado da CVM:

EMENTA: RECURSOS VOLUNTÁRIOS E DE OFÍCIO. Irregularidades na gestão da carteira de créditos imobiliários pertencente ao RioPrevidência. Nulidade da decisão de primeira instância. Provimento do recurso.

ACÓRDÃO CRSFN 540/2017

Vistos, relatados e discutidos os presentes autos, os membros do Conselho de

²³⁸ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. PAS 06/2007, Diretor Relator Henrique Machado, julgado em 10/03/2020. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador/2020/20200310_PAS_062007.html Acesso em: 03 de março de 2019.

²³⁹ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. PAS 06/2007, Relator Antônio Augusto de Sá Freire Filho, julgado em 12/12/2017. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/crsfn/ementasacordaos.html> Acesso em: 03 de março de 2019.

Recursos do Sistema Financeiro Nacional decidem, por unanimidade, com base no voto do Relator, **conhecer dos recursos e dar-lhes provimento, para declarar a nulidade da decisão de 1ª instância, determinando o retorno dos autos à Comissão de Valores Mobiliários - CVM, para novo julgamento**. Participaram do julgamento os Conselheiros Carlos Portugal Gouvêa, Francisco Papellás Filho, Sérgio Cipriano dos Santos, Ana Maria Imbiriba Corrêa, Antonio Augusto de Sá Freire Filho, Ana Paula Zanetti de Barros Moreira e Ana Maria Melo Netto Oliveira. Impedida a Conselheira Adriana Cristina Dullius e os Conselheiros Alexandre Henrique Graziano e Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo. Presente o Senhor Representante da Procuradoria-Geral da Fazenda Nacional, Dr. Virgílio Porto Linhares Teixeira, que reiterou o parecer escrito que consta nos autos para opinar pela anulação da decisão de primeira instância em relação a todos os acusados, com retorno dos autos à Comissão de Valores Mobiliários para nova decisão, **em respeito ao princípio da igualdade processual das partes**. Brasília, 12 de dezembro de 2017²⁴⁰. (grifo nosso)

O ponto controvertido na segunda instância e que gerou a anulação da decisão da CVM gira em torno de prova pericial:

23. Muito embora nem todos os recorrentes tenham logrado obter pronunciamento judicial em seu favor, entendemos que a decisão condenatória da CVM deve ser anulada para todos os envolvidos. 24. Isto porque o objeto da perícia interfere diretamente no julgamento de todos os réus, sendo incidível a prova neste particular. Se fosse o caso, por exemplo, de condição específica de um dos réus, admitir-se-ia a cisão do processo. 25. Correto, então, divisar entre situações subjetivas, em que a conclusão tirada pela CVM teria impacto somente em um ou alguns acusados específicos e situações objetivas, onde o fato apurado ou a conclusão tirada importará em modificação da definição jurídica dos atos descritos na própria peça acusatória. 26. A limitação/restrição operada pela CVM, enviando os recorrentes que não obtiveram sucesso nas ações judiciais anulatórias diretamente a julgamento pelo CRSFN, ao mesmo tempo em que reconhece aos demais direito a novo julgamento (onde será apreciada a prova pericial), configura verdadeira quebra na igualdade entre as partes, o que implica nulidade. 27. A doutrina especializada não desconhece que estabelecer ou reestabelecer o equilíbrio entre as partes nem sempre é tarefa fácil. Vejamos o que dizem Antônio Carlos de Araújo Cintra e outros: "No processo civil legitimam-se normas e medidas destinadas a reequilibrar as partes e permitir que litigem em paridade de armas, sempre que alguma causa ou circunstância exterior ao processo ponha uma delas em condições de superioridade ou de inferioridade em face da outra. Mas é muito delicada essa tarefa de reequilíbrio substancial, a qual não deve criar desequilíbrios privilegiados a pretexto de remover desigualdades." 28. **A situação fática - em que uns obtiveram provimento jurisdicional favorável à anulação da decisão da CVM e outros, não -, retrata a existência de uma circunstância exterior a desequilibrar os acusados, situação que demanda que o equilíbrio entre as partes seja reestabelecido**²⁴¹. (grifos nossos)

Assim, com fundamento no princípio da igualdade das partes, o CRSFN anulou a decisão da CVM que, nesse caso, teve a maior multa individual aplicada, dentre os processos que integram a base de pesquisa, para uma das infrações pesquisadas, *in casu*, a operação fraudulenta (Infração 3).

²⁴⁰ CONSELHO DE RECURSOS DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL. Recurso 14.404, Relator Antônio Augusto de Sá Freire Filho, julgado em 12/12/2017. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/crsfn/ementasacordaos.html> Acesso em: 03 de março de 2019.

²⁴¹ CONSELHO DE RECURSOS DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL. Recurso 14.404, Relator Antônio Augusto de Sá Freire Filho, julgado em 12/12/2017. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/crsfn/ementasacordaos.html> Acesso em: 03 de março de 2019.

3.2.2 PAS 12/2004 - Recurso 13.223

O Processo Administrativo Sancionador 12/2004 e seu Recurso 13.223 foram escolhidos para essa análise em razão de que eles possuem as maiores penalidades de inabilitação e proibição dentre todos os processos da base de pesquisa.

Trata-se de penalidade de proibição por 10 (dez) anos de atuar, direta ou indiretamente, em qualquer modalidade de operação no mercado de valores mobiliários, para a empresa São Paulo Corretora de Valores; e de inabilitação de Jorge Ribeiro dos Santos para o exercício dos cargos de administrador de entidade do sistema de distribuição, pelo prazo de 10 (dez) anos.

Destaca-se ainda a existência de acusações para duas das infrações pesquisadas, a saber: criação de condições artificiais de demanda, oferta e preço (Infração 1) e operações fraudulentas (Infração 3).

Trecho do acórdão resume os fatos e acusações:

(...) trata o presente processo de supostas infrações ao item I da Instrução CVM nº 08/79, pela realização de operações fraudulentas e criação de condições artificiais de demanda e oferta no mercado de valores mobiliários. 29. As operações, que foram registradas na BM&F, consistiram em opções flexíveis de dólar, na modalidade sem garantia. Os contratos firmados, conforme a acusação, não teriam sido realizados para atender às finalidades comumente procuradas em operações dessa natureza, quais sejam, a realização de hedge ou a especulação com o preço do dólar. 30. Os investidores lançadores das opções teriam como certo que as opções nunca seriam exercidas. Com isso, o pagamento do prêmio, relativo aos contratos, serviria para a transferência de recursos entre as partes, com o objetivo de "fabricar" lucros ou prejuízos, conforme seus interesses. Esse esquema seria conhecido vulgarmente no mercado como "esquenta-esfria". 31. Diversos elementos serviram de base para a acusação formulada. Além da constatação de que, efetivamente, nenhuma opção 24/30 foi exercida, foi possível apurar que, no momento em que foram firmados os contratos, a probabilidade de exercício das opções era de fato muito pequena, haja vista terem sido praticados preços diferenciados, com relação aos preços praticados pelo mercado. 32. A acusação levou em consideração, também, as características das operações realizadas, quais sejam: (i) a modalidade "registro sem garantia", que tornava necessário que as partes assumissem o risco de crédito umas das outras; (ii) os contratos de balcão, por não possuírem padronização, tinham os parâmetros definidos pelas próprias partes; e que (iii) para liquidação antecipada das operações, era necessária a anuência de ambas as partes do contrato. Em razão desses fatores, concluiu a acusação que as partes agiram conscientemente no esquema, visto que, necessariamente, conheceriam as contrapartes das operações. 33. Conforme a acusação, o esquema possibilitava às partes perdedoras vantagem financeira de caráter fiscal, com a contabilização de perdas fictícias e a consequente redução do lucro tributável²⁴².

Voto do relator revela o entendimento do Colegiado sobre o caso:

²⁴² COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. PAS 12/2004, Diretora Relatora Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana, julgado em 11/05/2010. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/sancionadores/index.html> Acesso em: 03 de março de 2019.

Em razão do exposto, considerando a ausência de elemento essencial para a caracterização das operações como fraudulentas, qual seja, induzimento ou manutenção de terceiros em erro, na forma prevista na alínea "c" do inciso II da Instrução CVM nº 08/79, absolvo todos os acusados dessa imputação. 42. Resta a análise das condutas praticadas pelos acusados à luz do conceito contido na alínea "a" do inciso II da Instrução CVM nº 08/79, atinente à "criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários". 43. A relação entre a "criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários" e os chamados esquemas "esquenta-esfria" não são novidade. Em 1983, foi publicada a Deliberação CVM nº 14/83, que orienta o mercado no sentido de que as operações consideradas legítimas nos mercados de opções "não se confundem com negociações efetuadas nesses mercados, que, embora atendendo a requisitos de ordem formal, sejam realizadas com a finalidade de gerar lucro ou prejuízo, previamente ajustados". (...) De acordo com a citada Deliberação CVM nº 14/83, a CVM, ao se deparar com "negociações que desvirtuam a finalidade com que foram instituídos os mercados a futuro e de opções", deve "afastar distorções incompatíveis com a regularidade, eficiência e confiabilidade que devem predominar no mercado de valores mobiliários". 45. Conclui-se, na deliberação citada, que as operações a futuro e de opções de compra de ações, "com a finalidade de gerar lucro ou prejuízo, previamente ajustados", "são capituladas pela Instrução CVM nº 08, de 08.10.79, que vedou a prática e definiu o conceito de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários". 46. Trata-se, exatamente, da situação ora em análise, pois, conforme a acusação, as operações foram realizadas artificialmente, tendo objetivo diverso daquele que é usual no mercado em que foram praticadas. Desse modo, as ocorrências expostas pela acusação enquadram-se na definição trazida pela alínea "a", do inciso II, da Instrução CVM nº 08/79: "a) condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários aquelas criadas em decorrência de negociações pelas quais seus participantes ou intermediários, por ação ou omissão dolosa provocarem, direta ou indiretamente, alterações no fluxo de ordens de compra ou venda de valores mobiliários"; e 47. O bem jurídico a que se procura proteger, com a norma acima transcrita, é a "regularidade e transparência no mercado de valores mobiliários, assegurando que o processo de formação de preços seja regido pela oferta e demanda"²⁴³

Após caracterizar os fatos que deram ensejo às acusações, como criação de condições artificiais de demanda, oferta e preço, decidiu o Colegiado da CVM:

No mérito, conforme previsto no artigo 11, inciso II, e seu parágrafo primeiro, inciso I, da Lei nº 6.385/1976, aplicar aos acusados abaixo relacionados, por infração ao item I da Instrução CVM nº 08/79, as seguintes penalidades: 1) **Proibir a São Paulo Corretora de Valores, temporariamente, de atuar, direta ou indiretamente, em qualquer modalidade de operação no mercado de valores mobiliários, no prazo de dez anos;** 2) **Inabilitar Jorge Ribeiro dos Santos, temporariamente, para o exercício dos cargos de administrador de entidade do sistema de distribuição, no prazo de dez anos;** 3) Aplicar ao acusado Ari Ariza a penalidade de multa pecuniária no valor de R\$ 500.000,00, 4) Aplicar à Laeta Participações Ltda. a penalidade de multa pecuniária no valor de R\$ 500.000,00; 5) Aplicar ao acusado Cezar Sassoun a penalidade de multa pecuniária no valor de R\$ 500.000,00; 6) Aplicar à Fair Corretora de Câmbio S/A, ao seu diretor, Francisco Tertuliano e ao seu operador, Renato Luciano Galli, a penalidade 1/30 de multa pecuniária individual no valor de R\$ 400.000,00; 7) Aplicar à Cruzeiro do Sul Corretora de Mercadorias Ltda, ao seu diretor, Luís Felipe Índio da Costa e ao seu operador, Felipe Neira Lauand, a penalidade de multa pecuniária individual no valor de R\$ 400.000,00; 8) Aplicar aos

²⁴³ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. PAS 12/2004, Diretora Relatora Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana, julgado em 11/05/2010. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/sancionadores/index.html> Acesso em: 03 de março de 2019.

acusados José Carlos Batista, Wellington Luis Silva Correa, Poolnet Sociedade Anonima, UTC Engenharia S.A. e Banco Rendimento S.A a penalidade de multa pecuniária individual, no valor de R\$ 500.000,00; 9) Aplicar ao acusado Mauro Lanca Freitas Vale a penalidade de multa pecuniária no valor de R\$ 400.000,00. Ainda no mérito, o Colegiado decidiu absolver a Eucatex S/A Indústria e Comércio, Forte S.A. Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários, José Antônio Goulart de Carvalho, Antônio Cláudio Lage Buffara, Bônus-Banval Participações Ltda., Ricardo Marques de Paiva, Renato Miranda Mazzuchelli, Ricardo Ribeiro Pessoa, Abramo Douek, Marcelo de Abreu Borges e José Dorneles Freitas Vale da imputação de realização de operações fraudulentas e criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço no mercado de valores mobiliários, em opções flexíveis de dólar realizadas em 2002²⁴⁴. (grifo nosso)

O CRSFN, por sua vez, deu provimento integral para 4 (quatro) recursos voluntários, modificando as multas aplicadas em arquivamento do processo, negando os demais apelos voluntários e confirmando a decisão de arquivamento da primeira instância em relação aos recorridos.

Vistos, relatados e discutidos os presentes autos, decidem os membros do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional: a) prover os recursos voluntários interpostos por a.1) CRUZEIRO DO SUL CORRETORA DE MERCADORIAS LTDA., a.2) UTC ENGENHARIA S.A., a.3) FELIPE NEIRA LAUAND e a.4) LUÍS FELIPE ÍNDIO DA COSTA, convolvando-se em arquivamento a decisão de primeiro grau no sentido de se lhes aplicar pena de multa pecuniária individual nos valores de R\$ 400.000,00 (quatrocentos mil reais), R\$ 500.000,00 (quinhentos mil reais), R\$ 400.000,00 (quatrocentos mil reais) e R\$ 400.000,00 (quatrocentos mil reais), respectivamente; b) negar provimento aos demais apelos, infligindo-se a punição a b.1) BANCO RENDIMENTO S.A., b.2) LAETA PARTICIPAÇÕES LTDA., b.3) ARI TEIXEIRA DE OLIVEIRA ARIZA, b.4) CEZAR SASSOUN, b.5) JOSÉ CARLOS BATISTA e b.6) WELLINGTON LUIS SILVA CORREA (multa pecuniária no valor de R\$ 500.000,00 - quinhentos mil reais), a b.7) FAIR CORRETORA DE CÂMBIO S.A., b.8) FRANCISCO AUGUSTO TERTULIANO, b.9) MAURO LANCA FREITAS VALE e b.10) RENATO LUCIANO GALLI (multa pecuniária no valor de R\$ 400.000,00 - quatrocentos mil reais), a b.11) SÃO PAULO CORRETORA DE VALORES LTDA. (pena de proibição, por 10 (dez) anos, de atuar, direta ou indiretamente, em qualquer modalidade de operação no mercado de valores mobiliários) e a b.12) JORGE RIBEIRO DOS SANTOS (pena de inabilitação, por 10 (dez) anos, para o exercício do cargo de administrador de entidade do sistema de distribuição), individualmente; e c) confirmar o arquivamento do processo em relação aos recorridos c.1) BÔNUS-BANVAL PARTICIPAÇÕES LTDA., c.2) EUCATEX S.A. INDÚSTRIA E COMÉRCIO, c.3) FORTE S.A. CORRETORA DE CÂMBIO, TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS (EX-IPANEMA S.A. CORRETORA DE CÂMBIO, TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS), c.4) ABRAMO DOUEK, c.5) ANTÔNIO CLÁUDIO LAGE BUFFARA, c.6) JOSÉ ANTÔNIO GOULART DE CARVALHO, c.7) JOSÉ DORNELES FREITAS VALE, c.8) MARCELO DE ABREU BORGES, c.9) RENATO MIRANDA MAZZUCHELLI, c.10) RICARDO MARQUES DE PAIVA e c.11) RICARDO RIBEIRO PESSOA. Feitas as seguintes anotações: 1) decisão do CRSFN proferida, por maioria, com base no voto do Conselheiro-Relator, vencidos os Conselheiros Ana Maria Melo Netto Oliveira, Julio Cesar Costa Pinto e Márcia Tanji, ao votarem pela manutenção integral da decisão originária; e 2) defesa oral formulada pelos advogados Dr. Alfredo Sérgio Lazzareschi Neto em nome de **b.1**, Dr.

²⁴⁴ CONSELHO DE RECURSOS DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL. Recurso 13.223, Relator Francisco Sátiro de Souza Júnior, julgado em 21/10/2014. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/crsfn/ementasacordaos.html> Acesso em: 03 de março de 2019.

Caio Machado Filho em nome de *a.1*, *a.3* e *a.4*, Dr. Luiz Eduardo Martins Ferreira em nome de *b.7* e *b.8*, Dr. Fábio Galvão em nome de *a.2*, Dra. Glória Maria Cunha de Macedo Soares Porchat em nome de *b.3* e Dr. Fábio Medina Osório em nome de *c.11*. Participaram do julgamento os conselheiros: Ana Maria Melo Netto Oliveira, Arnaldo Penteadado Laudísio, Bruno Meyerhof Salama, Flávio Maia Fernandes dos Santos, Francisco Satiro de Souza Junior, Julio Cesar Costa Pinto, Márcia Tanji e Nelson Alves de Aguiar Júnior. Presentes a Dra. Luciana Miranda Moreira, Procuradora da Fazenda Nacional, e Fabiano Costa Coelho, Secretário-Executivo do CRSFN. Brasília, 21 de outubro de 2014. Ana Maria Mello Neto Oliveira Presidente Francisco Tiro de Souza Junior Relator Luciana Miranda Moreira Procuradora da Fazenda Nacional²⁴⁵.

No que tange às maiores multas de proibição e inabilitação por 10 (dez) anos, aplicadas respectivamente à empresa São Paulo Corretora de Valores e a Jorge Ribeiro dos Santos, foram elas mantidas pelo CRSFN.

3.2.3 PAS 11/2008 - Recurso 13.454

Este processo e seu recurso foram escolhidos, pois sofreram a maior reforma parcial de um recurso de ofício dentre todos os processos analisados.

O processo na CVM avaliou possível ocorrência de uso de informação privilegiada ou *insider trading* (Infração 5) em negócios com ações preferenciais de emissão da Suzano Petroquímica S.A. Tal infração teria ocorrido quando da aquisição da Suzano Petroquímica pela Petróleo Brasileiro S.A. – Petrobras.

Trecho do acórdão ilustra os fatos:

18. (...) De um lado, a Acusação trouxe um corpo 24/30 indiciário robusto que indica que: (i) os Acusados "apostaram" nos papéis da Suzano; (ii) essas "apostas" foram feitas em um momento em que ocorriam mudanças importantes no curso da operação que daria ensejo ao Fato Relevante; (iii) existiam conexões pessoais entre a família que controlava o Grupo Prosper e a família que controlava a Suzano. 19. **Havia, portanto, uma informação relevante não divulgada ao mercado. Existiam indícios de que os Acusados poderiam ter ciência dessa informação privilegiada porque havia relações pessoais entre esses dois grupos. E, finalmente, em um timing praticamente perfeito, os Acusados compraram ações da Suzano.** 20. De outro lado, à época dos fatos, havia no mercado uma grande expectativa de consolidação do setor petroquímico. Desde a aquisição da Ipiranga pela Braskem, o mercado esperava que os concorrentes da Braskem, entre eles Unipar, Suzano e Petrobras reagissem tentando associações ou, de alguma forma, se consolidando para fazer frente à nova Braskem. Os Acusados trouxeram inúmeros artigos de jornais sobre o tema. 21. Esses artigos revelam que o processo de negociação da consolidação do setor petroquímico da região sudeste era publicamente assumido pelos executivos das poucas companhias participantes do setor. De acordo com as informações que circulavam na mídia, era só uma questão de tempo para que rearranjos societários acontecessem entre Unipar, Suzano, Petroquímica União e Petrobras. 22. Executivos declaravam que existiam processos de negociação em curso e que havia uma

²⁴⁵ CONSELHO DE RECURSOS DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL. Recurso 13.223, Relator Francisco Satiro de Souza Júnior, julgado em 21/10/2014. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/crsfn/ementasacordaos.html> Acesso em: 03 de março de 2019.

expectativa de que o setor se consolidasse no curto prazo (seis meses a um ano, de acordo com algumas das declarações). Assim, é bastante plausível que investidores estivessem fazendo "apostas" em tais companhias. 23. Além das notícias veiculadas, essa propagação de informações e as declarações dos executivos dessas empresas parecem ter causado um ambiente nebuloso de boatos sobre as operações relativas à consolidação do setor petroquímico. Acostadas aos autos estão transcrições de chats e blogs que relatam eventos relacionados a essas possíveis operações. Obviamente, algumas dessas informações nunca se confirmaram, mas outras se referem a fatos que efetivamente vieram a acontecer. A compra da Suzano pela Petrobras já era dada como certa em um desses blogs em 26.07.2007, mais de uma semana antes do Fato Relevante anunciando a operação. 24. Assim, procurei analisar o conjunto dos indícios trazidos pela Acusação sopesando a possibilidade de os Acusados estarem fazendo "apostas" legítimas com base em informações públicas divulgadas pela imprensa ou nos "boatos de mercado" amplamente discutidos em blogs e chats²⁴⁶. (grifos nossos)

A relatora Luciana Dias votou pela absolvição de todos os acusados nos seguintes termos:

A Acusação está correta em considerar que o apetite extraordinário de um investidor ou grupo de investidores por um determinado papel pode ser um indício importante em casos de uso indevido de informações privilegiadas. **Mas, como demonstrado acima, em relação à grande maioria dos Acusados, as "apostas" feitas nas ações da Suzano eram compatíveis com o perfil de investimento**, patrimônio, bem como com as informações públicas a respeito do setor petroquímico, o que me parece suficiente para afastar esse indício. (grifo nosso)

E o Colegiado, seguindo o voto da relatora Luciana Dias, decidiu pela absolvição de todos:

Ementa: suposta utilização de informação privilegiada – absolvições.

Decisão: Vistos, relatados e discutidos os autos, o Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários, com base na prova dos autos e na legislação aplicável, por unanimidade de votos, decidiu: Preliminarmente, rejeitar a arguição de erro de tipificação, bem como negar, por julgar inoportuno, o pedido de adiamento de sessão apresentado nesta data e, no mérito, absolver todos os acusados de todas as imputações que lhes foram feitas. A CVM interporá recurso de ofício das absolvições proferidas. Proferiram defesa oral os advogados Flávia Parente e Renata Brandão Moritz, representantes do Banco Prosper S.A., Clube de Investimento Albatroz, Clube de Investimento Prosper Infinity, Clube de Investimento Prosper Invest, Equity CP FMIA, Equity Gestão de Recursos Ltda., Julio Cesar Pontes Martins, Marcelo Abreu Murad, Pedro Lopes de Sousa Palhares, Prosper Adinvest FIA, Prosper Gestão de Recursos S.A., e Prosper Toscana FIM; Jorge Rzezinski, que fez sua própria defesa e a de Marcelo Rzezinski; e Leonardo Lobo de Almeida, representando os acusados Alexandre Massa Rzezinski, Daniel Massa Rzezinski e Paulo da Costa Rzezinski. A advogada Viviane Cristina de Brito Elias Rocha, presente à sessão, representando os acusados Marcelo Sharp de Freitas, Miriam Vianna Vieira e Paulo Edson Henrique dos Santos, declinou do seu direito à defesa oral, declarando que os seus defendentes também se aproveitavam das defesas feitas pelos advogados que a precederam. 1/30 Presentes os acusados Jorge Rzezinski e Marcelo Sharp de Freitas. Presente a Procuradora-federal Milla de Aguiar Vasconcellos Ribeiro, representante da Procuradoria Federal Especializada da CVM. Participaram da Sessão de Julgamento os Diretores Luciana Pires Dias, Relatora, Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, Roberto Tadeu Antunes Fernandes e Otavio

²⁴⁶ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. PAS 11/2008, Diretora Relatora Luciana Dias, julgado em 21/08/2012. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/sancionadores/index.html> Acesso em: 03 de março de 2019.

Yazbek, que presidiu a sessão. Rio de Janeiro, 21 de agosto de 2012. Luciana Dias Diretora-Relatora Otavio Yazbek Presidente da Sessão de Julgamento²⁴⁷.

Já o CRSFN, ao julgar o recurso de ofício, deu decisão diametralmente oposta conferindo provimento integral ao mesmo. O voto do relator Carlos Pagano Botana Portugal Gouvêa revela a visão diferente na apreciação das provas:

A decisão do Colegiado da CVM neste caso adotou uma postura discrepante em relação a casos anteriores, nos quais existia um esforço em colocar o tema de “*insider trading*” como uma prioridade da autarquia. Ficou evidente no voto da Diretora Relatora que foi acolhido o argumento da defesa em relação à necessidade de “que os indícios fossem convergentes, concludentes e além de qualquer dúvida razoável, sem que tenham sido elididos por contraindícios”, a fim de que houvesse condenação. É com base nesta construção (indícios versus contraindícios) que os argumentos do voto condutor da Decisão da CVM foi construído. 63. No entanto, constata-se que a Decisão da CVM parece ter sido baseada em uma importação descontextualizada da jurisprudência criminal dos Estados Unidos da América em casos de *insider trading*. É importante ressaltar que toda e qualquer aplicação de direito comparado, em especial quando se tratar da aplicabilidade ao direito brasileiro, exige uma análise mais detalhada para evitar eventuais equívocos em tal processo. Existem dois erros comuns em tal processo. O primeiro seria o de adotar uma postura meramente subalterna, de aplicação imediata de conceitos sem reflexão sobre a realidade brasileira, abdicando do efetivo esforço de direito comparado, que seria o de articular uma comparação não somente entre os institutos jurídicos, mas também entre o contexto no qual o direito é aplicado nos diferentes países. O segundo seria o simples erro interpretativo, fruto do não entendimento em sua completude do sistema estrangeiro que é a base para o estudo comparado. 64. Historicamente no direito estadunidense, as principais ferramentas para a repressão à utilização indevida de informação privilegiada no mercado de capitais foram as ações judiciais de natureza criminal e civil, para buscar a indenização apenas pelos danos causados. No entanto, após a crise de 2008 o sistema dos Estados Unidos da América passou a se aproximar mais do modelo brasileiro em termos de repressão ao *insider trading* com um fortalecimento do papel do processo administrativo.

E, nos termos do voto do relator, decidiu assim o CRSFN:

ACÓRDÃO CRSFN 323/2017

Vistos, relatados e discutidos os presentes autos, os membros do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional decidem: 1. com relação ao recorrido BANCO PROSPER S.A., pelo cometimento da infração de uso de informação privilegiada, dar provimento ao recurso de ofício, por unanimidade, com base no voto do Relator, para aplicar a penalidade de multa no valor de R\$ 5.647.650,00 (cinco milhões seiscentos e quarenta e sete mil seiscentos e cinquenta reais), equivalente a 2 (duas) vezes a vantagem obtida; 2. com relação ao recorrido MARCELO RZEZINSKI, pelo cometimento da infração de uso de informação privilegiada: 2.1. dar provimento ao recurso de ofício, por unanimidade, pelos fundamentos do voto do Relator; 2.1. dar provimento ao recurso de ofício, por unanimidade, pelos fundamentos do voto do Relator; 2.2. por maioria, com base no voto do Conselheiro Thiago Paiva Chaves, aplicar-lhe a penalidade de multa no valor de R\$ 876.568,41 (oitocentos e setenta e seis mil quinhentos e sessenta e oito reais e quarenta e um centavos), equivalente a 1,5 vez (uma vez e meia) a vantagem obtida, vencido o Relator, que votou pela aplicação de penalidade de multa no valor de R\$ 584.378,94,

²⁴⁷ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. PAS 11/2008, Diretora Relatora Luciana Dias, julgado em 21/08/2012. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/sancionadores/index.html> Acesso em: 03 de março de 2019.

equivalente a 1 (uma) vez a vantagem obtida; 3. com relação ao recorrido JORGE DA COSTA RZEZINSKI, pelo cometimento da infração de uso de informação privilegiada: 3.1. dar provimento ao recurso de ofício, por unanimidade, pelos fundamentos do voto do Relator; 3.2. por maioria, com base no voto do Conselheiro Thiago Paiva Chaves, aplicar-lhe a penalidade de multa no valor de R\$ 703.769,78 (setecentos e três mil setecentos e sessenta e nove reais e setenta e oito centavos), equivalente a 1,5 vez (uma vez e meia) a vantagem obtida, vencido o Relator, que votou pela aplicação de penalidade de multa no valor de R\$ 469.179,85 (quatrocentos e sessenta e nove mil cento e setenta e nove reais e oitenta e cinco centavos), equivalente a 1 (uma) vez a vantagem obtida; 4. com relação ao recorrido PAULO DA COSTA RZEZINSKI, pelo cometimento da infração de uso de informação privilegiada: 4.1. dar provimento ao recurso de ofício, por unanimidade, pelos fundamentos do voto do Relator; 4.2. por maioria, com base no voto do Conselheiro Thiago Paiva Chaves, aplicar-lhe a penalidade de multa no valor de R\$ 308.245,50 (trezentos e oito mil duzentos e quarenta e cinco reais e cinquenta centavos), equivalente a 1,5 vez (uma vez e meia) a vantagem obtida, vencido o Relator, que votou pela aplicação de penalidade de multa no valor de R\$ 205.497,00 (duzentos e cinco mil quatrocentos e noventa e sete reais), equivalente a 1 (uma) vez a vantagem obtida; 5. com relação ao recorrido MARCELO SHARP DE FREITAS, pelo cometimento da infração de uso de informação privilegiada: 5.1. dar provimento ao recurso de ofício, por unanimidade, pelos fundamentos do voto do Relator; 5.2. por maioria, com base no voto do Conselheiro Thiago Paiva Chaves, aplicar-lhe a penalidade de multa no valor de R\$ 307.815,59 (trezentos e sete mil oitocentos e quinze reais e cinquenta e nove centavos), equivalente a 1,5 vez (uma vez e meia) a vantagem obtida, vencido o Relator, que votou pela aplicação de penalidade de multa no valor de R\$ 205.210,39 (duzentos e cinco mil duzentos e dez reais e trinta e nove centavos), equivalente a 1 (uma) vez a vantagem obtida; 6. com relação ao recorrido ALEXANDRE MASSA RZEZINSKI, pelo cometimento da infração de uso de informação privilegiada: 6.1. dar provimento ao recurso de ofício, por unanimidade, pelos fundamentos do voto do Relator; 6.2. por maioria, com base no voto do Conselheiro Thiago Paiva Chaves, aplicar-lhe a penalidade de multa no valor de R\$ 204.124,50 (duzentos e quatro mil cento e vinte e quatro reais e cinquenta centavos), equivalente a 1,5 vez (uma vez e meia) a vantagem obtida, vencido o Relator, que votou pela aplicação de penalidade de multa no valor de R\$ 136.083,00 (cento e trinta e seis mil e oitenta e três reais), equivalente a 1 (uma) vez a vantagem obtida; 7. com relação ao recorrido PEDRO LOPES DE SOUSA PALHARES, pelo cometimento da infração de uso de informação privilegiada: 7.1. dar provimento ao recurso de ofício, por unanimidade, pelos fundamentos do voto do Relator; 7.2. por maioria, com base no voto do Conselheiro Thiago Paiva Chaves, aplicar-lhe a penalidade de multa no valor de R\$ 181.078,97 (cento e oitenta e um mil e setenta e oito reais e noventa e sete centavos), equivalente a 1,5 vez (uma vez e meia) a vantagem obtida, vencido o Relator, que votou pela aplicação de penalidade de multa no valor de R\$ 120.719,31 (cento e vinte mil setecentos e dezenove reais e trinta e um centavos), equivalente a 1 (uma) vez a vantagem obtida; 8. com relação ao recorrido MIRIAM VIANNA VIEIRA, pelo cometimento da infração de uso de informação privilegiada: 8.1. dar provimento ao recurso de ofício, por unanimidade, pelos fundamentos do voto do Relator; 8.2. por maioria, com base no voto do Conselheiro Thiago Paiva Chaves, aplicar-lhe a penalidade de multa no valor de R\$ 164.773,80 (cento e sessenta e quatro mil setecentos e setenta e três reais e oitenta centavos), equivalente a 1,5 vez (uma vez e meia) a vantagem obtida, vencido o Relator, que votou pela aplicação de penalidade de multa no valor de R\$ 109.849,20 (cento e nove mil oitocentos e quarenta e nove reais e vinte centavos), equivalente a 1 (uma) vez a vantagem obtida; 9. com relação ao recorrido PAULO EDSON HENRIQUE DOS SANTOS, pelo cometimento da infração de uso de informação privilegiada: 9.1. dar provimento ao recurso de ofício, por unanimidade, pelos fundamentos do voto do Relator; 9.2. por maioria, com base no voto do Conselheiro Thiago Paiva Chaves, aplicar-lhe a penalidade de multa no valor de R\$ 139.960,91 (cento e trinta e nove mil novecentos e sessenta reais e noventa e um centavos), equivalente a 1,5 vez (uma vez e meia) a vantagem obtida, vencido o Relator, que votou pela aplicação de penalidade de multa no valor de R\$ 93.307,27 (noventa e três mil trezentos e sete reais e vinte e sete

centavos), equivalente a 1 (uma) vez a vantagem obtida; 10. com relação ao recorrido DANIEL MASSA RZEZINSKI, pelo cometimento da infração de uso de informação privilegiada: 10.1. dar provimento ao recurso de ofício, por unanimidade, pelos fundamentos do voto do Relator; 10.2. por maioria, com base no voto do Conselheiro Thiago Paiva Chaves, aplicar-lhe a penalidade de multa no valor de R\$ 123.307,50 (cento e vinte e três mil trezentos e sete reais e cinquenta centavos), equivalente a 1,5 vez (uma vez e meia) a vantagem obtida, vencido o Relator, que votou pela aplicação de penalidade de multa no valor de R\$ 82.205,00 (oitenta e dois mil duzentos e cinco reais), equivalente a 1 (uma) vez a vantagem obtida; 11. com relação aos recorridos CLUBE DE INVESTIMENTO ALBATROZ, CLUBE DE INVESTIMENTO PROSPER INFINITY, CLUBE DE INVESTIMENTO PROSPER INVEST, EQUITY CP FMIA, EQUITY GESTÃO DE RECURSOS LTDA., PROSPER ADINVEST – FIA, PROSPER GESTÃO DE RECURSOS S.A., PROSPER TOSCANA FIM, JÚLIO CÉSAR PONTES MARTINS e MARCELO ABREU MURAD, pela imputação de uso de informação privilegiada, negar provimento ao recurso de ofício, por unanimidade, com base no voto do Relator, mantendo o arquivamento determinado em primeira instância; e 12. determinar a remessa do acórdão deste processo à força-tarefa do Ministério Público Federal no Estado do Paraná que compõe a equipe de investigação da operação “Lava Jato”, a fim de possibilitar aos investigadores a utilização dos fatos e circunstâncias nele reunidos nas apurações dos atos de corrupção envolvendo a Petrobras. Participaram do julgamento os Conselheiros Carlos Portugal Gouvêa, Thiago Paiva Chaves, Flávio Maia Fernandes dos Santos, Sérgio Cipriano dos Santos, Antonio Augusto de Sá Freire Filho, Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo e Ana Maria Melo Netto Oliveira. Ausentes, justificadamente, os Conselheiros Alexandre Henrique Graziano e Bláir Costa D'Avila. Impedida a Conselheira Adriana Cristina Dullius. Presente o Senhor Representante da Procuradoria-Geral da Fazenda Nacional Dr. Euler Barros Ferreira Lopes, que reiterou o parecer escrito que consta nos autos para opinar pelo provimento do recurso. Brasília, 25 de julho de 2017²⁴⁸.

Verifica-se que o CRSFN modificou a situação de 10 (dez) recorridos que passaram de absolvidos a condenados e com penalidade de multa em valores importantes.

3.2.4 PAS 13/2009 - Recurso 13.422

Este processo e seu recurso foram escolhidos, pois neles ocorreu a maior reforma total em recursos voluntários dentre todos os processos constantes da base de dados da pesquisa.

Trecho do relatório do Diretor Eli Loria sintetiza as acusações e acusados pela infração de uso indevido de informação privilegiada ou *insider trading* (Infração 5):

Quanto aos fatos, tem-se que a Sadia S/A ("SADIA" ou "Companhia"), em 25/09/08, solicitou à CVM pedido de confidencialidade quanto a perdas substanciais em operações relacionadas à variação do dólar norte-americano em relação ao real. O pleito foi negado e a Companhia, no mesmo dia, após o encerramento do pregão, divulgou Fato Relevante informando perdas de R\$760 milhões. No dia seguinte, 26/09/08, à noite, a SADIA divulgou novo Fato Relevante informando da destituição do Diretor Financeiro (fls. 83). Consoante a acusação, em 19/08/08, o Gerente de Riscos da Sadia teria alertado os Gerentes Financeiro e de Tesouraria por e-mail a respeito do desenquadramento da posição de contratos com derivativos em razão da alta volatilidade apresentada pelo mercado cambial. O Diretor Financeiro, por sua vez,

²⁴⁸ CONSELHO DE RECURSOS DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL. Recurso 13.454, Relator Carlos Pagano Botana Portugal Gouvêa, julgado em 25/07/2017. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/crsfn/ementasacordaos.html> Acesso em: 03 de março de 2019.

só teria percebido a ocorrência de problemas em 03/09/08 e em 12/09/08 teria colocado o presidente do Conselho de Administração a par da situação. No mesmo dia, às 13h, o presidente do Conselho reuniu os membros do Comitê de Finanças e dois executivos da holding financeira da Sadia informando do ocorrido e determinando que estes assumissem a administração financeira da companhia. Assim, de 12 a 25/09/08, a nova equipe tentou reverter as posições e buscou reforçar o caixa com o envolvimento crescente de novas pessoas na tentativa de controlar a situação. Conforme informações da Companhia, 87 pessoas tomaram conhecimento do problema (fls. 1972/1981). Ao analisar os negócios realizados com ações da SADIA no período entre a data em que o Diretor Financeiro relatou a existência dos problemas à alta administração, 12/09/08, e a data em que houve a divulgação do fato relevante, 25/09/08, a área técnica detectou a atuação de investidores com suspeita de uso de informação privilegiada. No dia 25/09/08 o Ibovespa apresentou alta de 4% e as ações de emissão da SADIA apresentaram queda de 2%. No dia seguinte as cotações das ações ordinárias e preferenciais de emissão da Companhia sofreram queda, respectivamente, de 22% e 35%. Após investigação envolvendo fundos de investimento, clubes de investimento, administradores, ex-administradores, acionistas participantes do acordo de acionistas e investidores sem ligação aparente com a SADIA, a acusação aponta irregularidade quanto às operações de Octaviano Zandonai, Elvino de Oliveira Flores e Alberto Stringhini, ex-administradores da Sadia, Alberto Zuzzi, que havia sido fornecedor da Sadia desde 1973 e vendeu a esta sua empresa em 2007, Juliano Zandonai, Nanci Lúcia Panzera Forner, Octaviano Zandonai & Cia. Ltda. , respectivamente filho, funcionária e empresa de Octaviano Zandonai, Clube Primoinvests de Investimentos, pertencente à família de Darci Luiz Primo, Diretor Superintendente da Fundação Attilio Francisco Xavier Fontana, e administrado por Hugo Saito, funcionário da Concórdia CVMCC e Diretor de Investimentos da mesma fundação, Family Trust Clube de Investimento, também administrado por Hugo Saito, bem como Daniel Antunes de Azevedo , que ocupava a função de Gerente de Tesouraria na Companhia. Todo operavam por intermédio da Concórdia CVMCC ("Corretora"). (...)A acusação entendeu que houve a difusão da informação dos prejuízos da Companhia dentre ex-administradores da SADIA e que a sua atuação coincidente tanto no tempo quanto na venda, com fundamento em trechos de gravações entre os investidores e a Corretora, bem como declarações de alguns dos investigados no sentido de terem conhecimento das informações, e concluiu pela ocorrência de negociação em condição privilegiada, mediante o uso de informações ainda não divulgadas, com o intuito de evitar perdas quando da divulgação dos prejuízos sofridos pela SADIA em operações com derivativos cambiais²⁴⁹.

O voto condutor, contudo, não foi o do relator que absolvía os acusados, e sim do diretor Octavio Yazbeck, que absolveu apenas a acusada Nanci Lúcia Panzera Forner:

Como sabemos, os *insiders* se dividem, inicialmente, em dois grupos: (a) os *insiders* primários, também conhecidos como *tippees*, que detêm informação em função de sua relação direta com a companhia e possuem conhecimento suficiente para saber que tal informação é relevante; e (b) os *insiders* secundários, também conhecidos como *tippees*, ou *insiders* de mercado, que recebem informação direta ou indiretamente de alguém que teria tido acesso direto à informação privilegiada. Seguindo o entendimento exposto pelo ex-diretor desta Autarquia, Marcos Barbosa Pinto, em voto proferido no julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº 155/05, é possível, dentro da sistemática da Instrução CVM nº 358/02, classificar os casos de negociação com base em informação privilegiada em quatro grandes grupos e passo a citar: No primeiro grupo, temos o acionista controlador e os administradores da companhia, em relação aos quais vigora uma vedação absoluta, ou seja, eles não

²⁴⁹ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. PAS 13/2009, Relator Eli Loria, julgado em 13/12/2011. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/crsfn/ementasacordaos.html> Acesso em: 03 de março de 2019.

podem negociar com ações da empresa enquanto o Fato Relevante não for divulgado ao público. No segundo grupo, temos os demais integrantes da empresa, em relação aos quais vigora uma presunção relativa de que conhecem a informação e sabem que ela é sigilosa. No terceiro grupo, temos pessoas que mantêm relação profissional, comercial ou fiduciária com a companhia, em relação às quais não vigora qualquer presunção de ciência da informação, mas somente a presunção relativa de ciência do caráter sigiloso da informação, baseada no dever de investigar. No quarto grupo, temos todos os demais investidores do mercado de capitais, em relação aos quais não vigora nenhuma presunção. Utilizando tal classificação, entendo que podemos separar os acusados do presente processo, com base na natureza das relações existentes com a Sadia S/A, da seguinte forma: Daniel Antunes de Azevedo, na qualidade de Gerente de Tesouraria da Sadia, possuía relação direta com a companhia e estaria inserido no segundo grupo acima referido. Já os demais acusados não possuíam relação direta com a Sadia e estariam inseridas no quarto grupo²⁵⁰.

Assim restou a decisão do Colegiado:

Ementa: Utilização de informação relevante ainda não divulgada ao mercado – difusão antecipada e privilegiada de informação acerca dos prejuízos da Sadia – conhecimento, por parte de alguns dos acusados, de informação privilegiada, utilizada para a realização de operações de venda de ações de emissão da SADIA S/A. Absolvição e multas.

Decisão: Vistos, relatados e discutidos os autos, o Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários, com base na prova dos autos e na legislação aplicável, decidiu: 1. Preliminarmente, afastar a demanda da defesa de reinquirição, na presença dos defendentes, de todas as pessoas inquiridas pela CVM. 2. No mérito, por unanimidade de votos, absolver a acusada Nanci Lúcia Panzera Forner; 3. Ainda no mérito, com fundamento no art. 11, Inciso II, em seu §1º, Inciso III, da Lei nº 6.385/1976, por infração ao disposto no §4º do art. 155 da Lei nº 6.404/76 e no § 1º do art. 13 da Instrução CVM nº 358/02, por maioria de votos, aplicar as seguintes penalidades: 3.1 – multa de R\$1.101.296,00 para o acusado Alberto Stringhini; 3.2 – multa de R\$ 280.960,00 para o acusado Alberto Zuzzi; 3.3 – multa de R\$ 112.448,00 para o Clube Primoinvest de Investimentos; 3.4 – multa de R\$ 200.000,00 para o acusado Daniel Antunes de Azevedo; 3.5 – multa de R\$ 978.331,12 para o acusado Elvio de Oliveira Flores; 3.6 – multa de R\$ 32.044,00 para o Family Trust Clube de Investimentos; 3.7 – multa de R\$ 300.000,00 para o acusado Hugo Saito; 3.8 – multa de R\$ 94.540,00 para o acusado Juliano Zandonai; 3.9 – multa de R\$ 1.163.036 para o acusado Octaviano Zandonai; e 3.10 – multa de R\$ 720.656,00 para Octaviano Zandonai & Cia Ltda. Os acusados punidos terão um prazo de 30 dias, a contar do recebimento de comunicação da CVM, para interpor recurso, com efeito suspensivo, ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, nos termos dos artigos 37 e 38 da Deliberação CVM nº 538/08, prazo esse, ao qual, de acordo com a orientação fixada pelo Conselho de 1/17 Recursos do Sistema Financeiro Nacional, poderá ser aplicado o disposto no art. 191 do Código de Processo Civil, que concede prazo em dobro para recorrer quando os litisconsórcios tiverem diferentes procuradores. A CVM interporá recurso de ofício da absolvição proferida ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. Proferiram defesas orais os advogados Gloria Maria Cunha de Macedo Porchat, representando os acusados Alberto Stringhini e Alberto Zuzzi; José Estevam de Almeida Prado, representando o Clube Primoinvest de Investimentos, Elvio de Oliveira Flores; Family Trust Clube de Investimentos e Hugo Saito; e Nelson Eizirik, representando Juliano Zandonai; Nanci Lúcia Panzera Forner, Octaviano Zandonai e Octaviano Zandonai & Cia Ltda. Presente o acusado Alberto Stringhini. Presente a Procuradora Federal Milla de Aguiar Vasconcellos Ribeiro, representante da Procuradoria Federal Especializada da CVM. Participaram da Sessão de Julgamento os Diretores Eli Loria, Relator, Alexsandro Broedel Lopes, Otavio

²⁵⁰ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. PAS 13/2009, Relator Eli Loria, julgado em 13/12/2011. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/crsfn/ementasacordaos.html> Acesso em: 03 de março de 2019.

Yazbek e a Presidente da CVM, Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana, que presidiu a sessão. Ausente a Diretora Luciana Dias. Rio de Janeiro, 13 de dezembro de 2011. Eli Loria Diretor-Relator Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana Presidente da Sessão de Julgamento²⁵¹.

Já o CRSFN decidiu de acordo com o voto condutor do conselheiro-relator Flávio Maia Fernandes dos Santos:

a) quanto a Daniel Antunes de Azevedo, voto por dar parcial provimento ao recurso para reduzir a multa a valor correspondente a três vezes o montante da vantagem econômica obtida, um dos limites previstos no §1º do art. 11 da Lei 6.385/1976 (3 x R\$ 2.141,00 = R\$ 6.423,00). b) quanto a Alberto Zuzzi, voto pelo improvimento do recurso, mantendo-se a aplicação da multa indicada na decisão *a quo*, equivalente a duas vezes o valor do prejuízo evitado (2 x R\$ 140.480,00 = R\$ 280.960,00). c) quanto a Alberto Stringhini, Clube Primoinvests de Investimentos, Family Trust Clube de Investimentos e Hugo Saito, Élvio de Oliveira Flores, Octaviano Zandonai, Juliano Zandonai e Octaviano Zandonai & Cia Ltda., voto por dar integral provimento aos seus recursos, arquivando-se o processo em relação a eles. d) quanto a Nanci Lúcia Panzera Forner, voto por negar provimento ao recurso de ofício, mantendo-se o arquivamento do processo em relação a ela²⁵².

Ficou assim a decisão do CRSFN:

Vistos, relatados e discutidos os presentes autos, decidem os membros do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional: a) negar provimento ao recurso interposto por a.1) ALBERTO ZUZZI, mantida a decisão do órgão de primeiro grau no sentido de se lhe aplicar pena de multa pecuniária no valor de R\$ 280.960,00 (duzentos e oitenta mil novecentos e sessenta reais); b) prover parcialmente o apelo formulado por b.1) DANIEL ANTUNES DE AZEVEDO, ratificando-se a decisão do órgão de primeiro grau no sentido de lhe aplicar pena de multa pecuniária, reduzindo-se para o valor de R\$ 6.423,00 (seis mil quatrocentos e vinte e três reais) o montante arbitrado na origem (R\$ 200.000,00 – duzentos mil reais); e, ainda, c) dar provimento integral aos demais recursos da espécie, convolvendo-se em arquivamento as penas de multa pecuniária infligidas, individualmente, a c.1) CLUBE PRIMOINVEST DE INVESTIMENTOS (R\$ 112.448,00 – cento e doze mil e quatrocentos e quarenta e oito reais), c.2) FAMILY TRUST CLUBE DE INVESTIMENTOS (R\$ 32.044,00 – trinta e dois mil e quarenta e quatro reais), c.3) OCTAVIANO ZANDONAI & CIA. LTDA. (R\$ 720.656,00 – setecentos e vinte mil e seiscentos e cinquenta e seis reais), c.4) ALBERTO STRINGHINI (R\$ 1.101.296,00 – um milhão cento e um mil e duzentos e noventa e seis reais), c.5) ÉLVIO DE OLIVEIRA FLORES (R\$ 978.331,12 – novecentos e setenta e oito mil e trezentos e trinta e um reais e doze centavos), c.6) HUGO SAITO (R\$ 300.000,00 – trezentos mil reais), c.7) JULIANO ZANDONAI (R\$ 94.540,00 – noventa e quatro mil e quinhentos e quarenta reais) e c.8) OCTAVIANO ZANDONAI (R\$ 1.163.360,00 – um milhão cento e sessenta e três mil e trezentos e sessenta reais); e, por fim, d) desprover o recurso de ofício formulado, confirmando-se o arquivamento do processo em relação à recorrida, d.1) Nanci Lúcia Panzera Forner. Restaram feitas as seguintes anotações: 1) decisão do CRSFN proferida à luz do voto do Relator; 2) por unanimidade, em todos os quesitos, exceto em *c.1, c.2, c.3, c.4*,

²⁵¹ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. PAS 13/2009, Relator Eli Loria, julgado em 13/12/2011. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/crsfn/ementasacordaos.html> Acesso em: 03 de março de 2019.

²⁵² CONSELHO DE RECURSOS DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL. Recurso 13.422, Relator Flávio Maia Fernandes dos Santos, julgado em 28/07/2015. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/crsfn/ementasacordaos.html> Acesso em: 03 de março de 2019.

c.5, c.6, c.7 e c.8, vencida a Conselheira Luciana Silva Alves ao votar pela manutenção da decisão originária; e 3) defesa oral feita pelos advogados: Dr. *Daniel Kalansky Ponczek*, em nome de c.1, c.2, c.5 e c.6; Dr. Antonio Carlos Verzola, em favor de c.3, c.7., c.8 e d.1; e Dr. Leonardo Lobo, em nome de c.4. Participaram do julgamento os conselheiros: Ana Maria Melo Netto Oliveira, Antonio Augusto de Sá Freire Filho, Arnaldo Penteado Laudísio, Flávio Maia Fernandes dos Santos, Francisco Satiro de Souza Junior, Luciana Silva Alves e Nelson Alves de Aguiar Júnior. Presentes o Dr. André Luiz Ortegá, Procurador da Fazenda Nacional, e Carlos Augusto Sousa de Almeida, Secretário-Executivo do CRSFN. Brasília, 28 de julho de 2015. Ana Maria Mello Neto Oliveira Presidente Flávio Maia Fernandes dos Santos Relator André Luiz Ortegá Procurador da Fazenda Nacional²⁵³.

Verifica-se que, dos 10 (recorrentes) em seus apelos voluntários, todos tiveram as suas decisões modificadas. Daniel Antunes de Azevedo obteve uma redução substancial no valor de sua multa que caiu de R\$ 200.000,00 (duzentos mil reais) para R\$ 6.423,00 (seis mil quatrocentos e vinte e três reais) e os outros 09 (nove) recorrentes tiveram suas respectivas multas pecuniárias convertidas em arquivamento.

3.2.5 PAS 14/2001 - Recurso 8550

Este processo e seu recurso foram escolhidos para análise pelo fato de que se trata do caso que demorou mais tempo entre a decisão da CVM e do CRSFN dentre todos os processos analisados.

Foram nada mais nada menos do que 10 anos e 10 meses entre as duas decisões. A decisão do Colegiado da CVM foi tomada em 12 de abril de 2005, enquanto que a decisão do CRSFN adveio em 23 de fevereiro de 2016.

²⁵³ CONSELHO DE RECURSOS DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL. Recurso 13.422, Relator Flavio Maia Fernandes dos Santos, julgado em 28/07/2015. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/crsfn/ementasacordaos.html> Acesso em: 03 de março de 2019.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

A presente dissertação apresentou o resultado de pesquisa que buscou dados sobre como a CVM decide em matéria de aplicação de penalidades administrativas nos processos sancionadores por ela julgados e como o CRSFN avalia essas decisões em sua tarefa revisional. Nesse sentido, o problema de pesquisa consiste em saber o seguinte: como decidem o Colegiado da CVM na aplicação de penalidades administrativas e o CRSFN na revisão dessas decisões?

Esses dados foram buscados diretamente entre julgados nos quais foram apuradas acusações de pelo menos uma das cinco infrações investigadas: Criação de condições artificiais de demanda, oferta e preço (Infração 1); Manipulação de preços (Infração 2); Operação fraudulenta (Infração 3); Prática não equitativa (Infração 4); e Uso de informação privilegiada ou *insider trading* (Infração 5)

Para tanto, no Capítulo 1 do trabalho, o tema sobre o qual se discorreu foi o mercado de capitais no Brasil. Nele definiu-se ciência econômica, destacando-se o ponto fulcral das preocupações dessa disciplina que é a alocação de recursos escassos. Na sequência foi tratada a questão da intermediação financeira entre quem poupa recursos e quem precisa deles e nesse sentido, explicou-se os mercados monetário, de crédito, de câmbio e de capitais e a centralidade do SFN para que eles funcionem.

A respeito do SFN, abordou-se a sua estrutura, separando os órgãos normativos, entidades supervisoras, operadores e explicando um pouco sobre o propósito de cada um deles.

Analizou-se ainda o conceito de valores mobiliários, mercados primário e secundário, bem como, as diferenças entre os mercados de bolsas de valores, de balcão e de mercadorias e futuros.

Nos dois últimos itens do capítulo, detalhou-se o contexto de criação da CVM e sua missão de conferir credibilidade ao ainda incipiente mercado de capitais brasileiro. Destacou-se depois suas competências e atribuições onde as funções fiscalizadora, normativa e sancionadora foram minudenciadas.

Tratou-se ainda do CRSFN, destacando-se que sua criação veio para diminuir a acumulação de competências do CMN e também para criar uma especialização no julgamento de matérias complexas.

Já no Capítulo 2, abordou-se o processo sancionador no mercado de capitais. Principiou-se pela distinção entre processo e procedimento apontando a divergência doutrinária a respeito para depois avançar para a fase pré-sancionadora e os procedimentos ordinário e simplificado,

destacando-se, com olhar especial, toda a disciplina trazida pela novel Instrução CVM 607/2019.

Após essa abordagem, adentrou-se nas penalidades aplicáveis pela CVM nos processos administrativos sancionadores e os recursos cabíveis ao CRSFN das decisões tomadas pela autarquia.

Depois, discorreu-se sobre as mudanças havidas no processo sancionador no âmbito de atuação da CVM. Receberam destaque a Lei 13.506/2017 que introduziu um novo regime sancionador para o BCB e para a CVM. Sobre isso, recebeu destaque o aumento substancial do teto da penalidade de multa pecuniária que passou de 500.000,00 (quinhentos mil reais) para 50.000.000,00 (cinquenta milhões de reais).

Mencionou-se ainda o acordo de supervisão e a inovação que ele representa em termos de inserção da consensualidade na atuação da CVM. Nesse ponto, não deixou-se de tratar da ausência de efeitos do acordo na esfera criminal o que para alguns enfraquece o instituto.

Abordou-se a Instrução CVM 607/2019 e sua disciplina do processo sancionador aglutinando matérias que estavam dispersas em outros atos normativos além de consagrar todas as alterações trazidas pela Lei 13.506/2017.

Fez-se ainda a análise de cada uma das cinco infrações administrativas pesquisadas, a saber: Criação de condições artificiais de demanda, oferta e preço (Infração 1); Manipulação de preços (Infração 2); Operações fraudulentas (Infração 3); Prática não equitativa (Infração 4) e Uso de informação privilegiada ou *Insider trading* (Infração 5).

Por fim, dissertou-se sobre o processo sancionador no CRSFN, destacando a tramitação prioritária de alguns recursos e o voto de qualidade de seu Presidente.

O Capítulo 3, último da dissertação, apresenta a metodologia, os dados encontrados e realiza a análise dos mesmos procurando extrair informações úteis para os agentes do mercado.

Como dificuldades principais do trabalho, pode-se relatar a falta de padrão na indexação dos dados dos processos nos sítios eletrônicos da CVM e do CRSFN. Como salientado, pode o processo aparecer de mais variadas formas. Exemplifica-se com os seguintes: PAS RJ 2009/1004 e PAS 02/2014. Fácil perceber a ausência de um padrão. Temos um processo com a unidade federativa, o ano e o número. Já no outro, inexistente referência à unidade federativa e o ano aparece por último.

Outra dificuldade enfrentada diz respeito a falta de familiaridade do pesquisador para com a terminologia própria do mercado de capitais. Então, por vezes, ao se deparar com essa linguagem tão técnica nos julgados sentiu-se alguma dificuldade no entendimento.

Como sugestão de pesquisas futuras, sugere-se analisar o impacto da Lei 13.506/2017 na aplicação de penalidades pela CVM e no CRSFN. Poder-se ia observar ainda como são utilizadas as medidas de supervisão, o termo de compromisso e o próprio acordo de supervisão. São todos temas interessantes que poderiam complementar a pesquisa empírica que aqui foi apresentada.

Outro trabalho que mostra interesse diz respeito a efetividade das multas aplicadas pela CVM. Como elas representam 97% (noventa e sete por cento) das penalidades seria interessante saber se são efetivamente pagas e se desempenham alguma função regulatória.

Desse modo respondendo ao problema de pesquisa, pode-se afirmar, de acordo com os dados apresentados, que a CVM ao julgar os processos sancionadores absolve grande parte dos casos por ela investigados (75% setenta e cinco por cento) e quando decide condenar aplica a multa pecuniária como penalidade preferencial. Apenas em 03% (três por cento) dos casos de condenação ela aplicou outras penalidades. A multa representa 97% (noventa e sete por cento) dos casos.

As infrações com o maior número de acusações na CVM são a Infração 3 – Operação Fraudulenta – que corresponde a 36% (trinta e seis por cento) do total de acusações – e a Infração 4 – Prática não equitativa que representa 30% (trinta por cento).

Verificou-se ainda que 74% (setenta e quatro por cento) das acusações são em desfavor de pessoas físicas.

No que concerne ao CRSFN, o ano de 2017, destacou-se como o de maior ocorrência de julgamentos sendo julgados 16 processos de um total de 155.

Constata-se ainda o alto índice de recorridos no CRSFN o que é natural, considerando o alto índice de absolvições na primeira instância.

Destaca-se, ainda, o tempo médio de 3,5 anos de espera entre o julgamento da CVM e do CRSFN.

Por fim, confirma-se a hipótese da pesquisa no sentido de que o CRSFN é deferente para com as decisões da CVM e isso ocorre em 95% dos casos integrantes da base.

REFERÊNCIAS

BACHELARD, Gaston. A formação do espírito científico: contribuição para uma psicanálise do conhecimento. Rio de Janeiro: Contraponto, 1996.

BAPTISTA, Patrícia. Transformações do Direito Administrativo. Rio de Janeiro: Renovar, 2003.

BORGES FREITAS, Yasmin Fuentes de. Independência do Banco Central: teoria e prática. Dissertação (em Economia Política) – Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2016. Disponível em: <https://tede2.pucsp.br/handle/handle/18886> Acesso em: 10 de julho de 2019.

BRAGA, Márcio Bobik; DE VASCONCELLOS, Marco Antônio Sandoval. Introdução à Economia. In: PINHO, Diva Benevides (Org.). Introdução à Economia. São Paulo: Saraiva, 2011. p. 3.

BRASIL. Decreto 9.889 de 27 de junho de 2019. Dispõe sobre o Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional e sobre o Comitê de Avaliação e Seleção de Conselheiros do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. Planalto, Brasília, DF, 13 nov. 2017. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2019-2022/2019/Decreto/D9889.htm#art21 Acesso em: 1 de junho de 2019.)

_____. Lei 13.506, de 13 de novembro de 2017. Dispõe sobre o processo administrativo sancionador na esfera de atuação do Banco Central do Brasil e da Comissão de Valores Mobiliários; altera a Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, a Lei nº 4.131, de 3 de setembro de 1962, a Lei nº 4.829, de 5 de novembro de 1965, a Lei nº 6.024, de 13 de março de 1974, a Lei nº 7.492, de 16 de junho de 1986, a Lei nº 9.069, de 29 de junho de 1995, a Lei nº 9.613, de 3 de março de 1998, a Lei nº 10.214, de 27 de março de 2001, a Lei nº 11.371, de 28 de novembro de 2006, a Lei nº 11.795, de 8 de outubro de 2008, a Lei nº 12.810, de 15 de maio de 2013, a Lei nº 12.865, de 9 de outubro de 2013, a Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964, o Decreto nº 23.258, de 19 de outubro de 1933, o Decreto-Lei nº 9.025, de 27 de fevereiro de

1946, e a Medida Provisória nº 2.224, de 4 de setembro de 2001; revoga o Decreto-Lei nº 448, de 3 de fevereiro de 1969, e dispositivos da Lei nº 9.447, de 14 de março de 1997, da Lei nº 4.380, de 21 de agosto de 1964, da Lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965, e da Lei nº 9.873, de 23 de novembro de 1999; e dá outras providências. Planalto, Brasília, DF, 13 nov. 2017. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2015-2018/2017/Lei/L13506.htm Acesso em: 5 de setembro de 2019.

_____. Portaria MF 68, de 26 de fevereiro de 2016. Aprova o Regimento Interno do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional - CRSFN. Planalto, Brasília, DF, 26 fev. 2017. Disponível em: <http://fazenda.gov.br/orgaos/colégiados/crsfn/legislacao>. Acesso em: 2 de abril de 2019.

_____. Lei 10.198, de 14 de fevereiro de 2001. Dispõe sobre regulação, fiscalização e supervisão dos mercados de títulos ou contratos de investimento coletivo, e dá outras providências. Planalto, Brasília, DF, 14 fev. 2001. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/LEIS_2001/L10198.htm Acesso em: 11 de dezembro de 2019.

_____. Decreto 6.382, de 27 de fevereiro de 2008. Aprova a Estrutura Regimental e o Quadro Demonstrativo dos Cargos em Comissão e das Funções Gratificadas da Comissão de Valores Mobiliários - CVM, e dá outras providências. Planalto, Brasília, DF, 27 fev. 2017. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2007-2010/2008/Decreto/D6382.htm Acesso em: 7 de setembro de 2019.

_____. Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Planalto, Brasília, DF, 15 dez. 1976. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404consol.htm Acesso em: 2 de março de 2019.

_____. Lei 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Planalto, Brasília, DF, 7 dez. 1976. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6385original.htm Acesso em: 1 de junho de 2019.

BITENCOURT, César Roberto; BRENDA, Juliano. Crimes contra o sistema financeiro nacional e contra o mercado de capitais. 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2014. Edição do Kindle.

BULYGIN, Eugênio; ALCHOURRÓN, Carlos Eduardo. Introducción a la metodología de las ciencias jurídicas y sociales. Buenos Aires. Editorial Astrea: 2006.

CARRETE, Liliam Sanchez; TAVARES, Rosana. Mercado Financeiro Brasileiro. São Paulo: Atlas, 2019.

CHAVES, Vinicius Figueiredo Chaves. SOARES, Abel Rafael. Análise Crítica da Aplicação do Termo de Compromisso como Instrumento Regulatório do Mercado de Capitais. Revista do Direito Público. Londrina, v.11, n.1, p. 61-84, jan/abr. 2016. Disponível em: <http://www.uel.br/revistas/uel/index.php/direitopub/article/view/23020> Acesso em: 2 de fevereiro de 2019.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Deliberação CVM 457, de 23 de dezembro de 2002. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/deliberacoes/deli0400/deli457.html> Acesso em: 6 de agosto de 2019.

_____. PAS 06/2007, Diretor Relator Henrique Machado, julgado em 10/03/2020. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador/2020/20200310_PAS_062007.html Acesso em: 03 de março de 2019.

_____. PAS 12/2004, Diretora Relatora Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana, julgado em 11/05/2010. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/sancionadores/index.html>

Acesso em: 03 de março de 2019.

_____. Diretora Relatora Luciana Dias, julgado em 21/08/2012. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/sancionadores/index.html> Acesso em: 03 de março de 2019.

_____. PAS 13/2009, Relator Eli Loria, julgado em 13/12/2011. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/crsfn/ementasacordaos.html> Acesso em: 03 de março de 2019.

_____. Direito do Mercado de Valores Mobiliários. Rio de Janeiro: CVM, 2017.

_____. Instrução CVM 607, de 17 de junho de 2019. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst607.html> Acesso em: 20 de agosto de 2019.

_____. Instrução CVM 461, de 23 de outubro 2007. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst461.html> Acesso em: 12 de agosto de 2019.

_____. Instrução CVM 358, de 3 de janeiro de 2002. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst358.html>. Acesso em: 10 de setembro de 2019.

_____. Instrução CVM 8/1979, de 08 de outubro de 1979. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst008.html> Acesso em: 2 de agosto de 2019.

_____. Mercado de Valores Mobiliários. 4. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2019.

_____. Nota Explicativa CVM 17, de 23 de abril de 1980. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/notas-explicativas/nota017.html> Acesso em: 10 de setembro de 2019.

_____. PAS 06/2007, Diretor Relator Henrique Machado, julgado em 10/03/2020. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador/2020/20200310_PAS_062007.html Acesso em: 03 de março de 2019.

_____. PAS RJ 2006/5928, julgado em 17/4/2007. Disponível em: www.cvm.gov.br/sancionadores/index.html Acesso em: 2 de outubro de 2019.

_____. PAS SP 2005/155, julgado em 21/8/2007. Disponível em: www.cvm.gov.br/sancionadores/index.html Acesso em: 8 de novembro de 2019.

_____. PAS SP 2014/230, Diretor Relator Henrique Balduino Machado Moreira, julgado em 29/12/2018. Disponível em: www.cvm.gov.br/sancionadores/index.html Acesso em: 9 de novembro de 2019.

_____. PAS 12/2010, Diretora Relatora Luciana Dias, julgado em 07/10/2014. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador/2014/20141007_122010.html Acesso em: 10 de novembro de 2019.

CONSELHO DE RECURSOS DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL. Relatório Gerencial _____ (2008). Disponível em: http://www.fazenda.gov.br/orgaos/colegiados/crsfn/arquivos/relatoriosgerenciais/2008/relatorio_2008_crsfn.pdf Acesso em: 10 de setembro de 2019.

_____. Recurso 14.404, Relator Antônio Augusto de Sá Freire Filho, julgado em 12/12/2017. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/crsfn/ementasacordaos.html> Acesso em: 03 de março de 2019.

_____. Recurso 13.454, Relator Carlos Pagano Botana Portugal Gouvêa, julgado em 25/07/2017. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/crsfn/ementasacordaos.html> Acesso em: 03 de março de 2019.

_____. Recurso 13.422, Relator Flavio Maia Fernandes dos Santos, julgado em 28/07/2015. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/crsfn/ementasacordaos.html> Acesso em: 03 de março de 2019.

_____. Recurso 13.223, Relator Antônio Augusto de Sá Freire Filho, julgado em 12/12/2017. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/crsfn/ementasacordaos.html> Acesso em: 03 de março de 2019.

_____. Recurso 14.048, Relator Conselheiro Haroldo Mavignier Guedes Alcoforado, julgado em 24/05/2017.

_____. Recurso 11.411, Relator Conselheiro Osmar Roncolato Pinho, julgado em 13/05/2011.

COVAS, Silvânio; CARDINALI, Adriana Laporta. O Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional: atribuições e jurisprudência. São Paulo: Quartier Latin, 2008.

DEMO, Pedro. Introdução à Metodologia da Ciência. 2. ed. São Paulo: Ed. Atlas, 1995.

_____. Metodologia científica em ciências sociais. 3. ed. São Paulo: Ed. Atlas, 1995.

EIZIRIK, Nelson et al. Mercado de Capitais: regime jurídico. 2. ed. revisada e atualizada. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.

FAURE, Alexander Pierre. Financial System: an introduction. London: Bookboon, 2013.

FRAGOSO, Daniela Maria Neves Reali; VILLAR, Luís Fernando Cunha. Novas perspectivas do CRSFN – Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. In: PRADO, Viviane Muller; PALMA, Juliana Bonacorsi de (Org.). Estudos Avançados de Mercado de Capitais: Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. Rio de Janeiro: Elsevier, 2014.

GABARDO, Emerson; MORETTINI, Felipe Tadeu Ribeiro. Institucionalismo e Pesquisa Quantitativa como Metodologia de Análise de Decisões Judiciais. Revista da Faculdade de Direito da UFMG, Belo Horizonte, n. 63, pp. 151-180, jul./dez/. 2003.

HAENSEL, Taimi. O Termo de Compromisso no âmbito da Comissão de Valores Mobiliários: aspectos atuais. In: PENTEADO, Mauro Rodrigues; MUNHOZ, Eduardo Secchi (coord.). Mercado de Capitais Brasileiro: Doutrina, Cases e Material. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

LARRAGA, Plabo. Mercado Monetario y de Renta Fixa. Barcelona. Bresca Editorial: 2008.

MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. O Conceito de Valor Mobiliário. RAE-Revista de Administração de Empresas, v. 25, n. 2, abr-jun, 1985.

MELLO, Celso Antônio Bandeira de. Curso de direito administrativo. 27. ed. São Paulo: Malheiros Editores, 2010.

MELLO NETO, Ana Maria; GRAZIANO, Alexandre. O CRSFN e o Novo Regime Sancionador nos Mercados Financeiro e de Capitais; ou “Conselhinho”: esse ilustre desconhecido. In: ALVES, Rui Fernando Ramos et al. (Coord.). O Novo Regime Sancionador nos Mercados Financeiro e de Capitais: uma análise da Lei 13.506/17. São Paulo: Editora Iasp, 2019.

MENEZES, Daniel Francisco Nagao; ANDRADE, Rodolpho Pinto de. Panorama Histórico da Edição da Lei n.º. 6.404 de 1976 e Debêntures de Infraestrutura. Revista Jurídica Luso-Brasileira, Lisboa, Ano 4, n.º. 2, 2018.

MOREIRA NETO, Diogo de Figueiredo. Curso de Direito Administrativo. Rio de Janeiro: Ed. Forense, 2009.

_____. Novas mutações juspolíticas: em memória de Eduardo García de Enterría, jurista de dois mundos. Belo Horizonte: Fórum, 2016.

_____. O Direito Administrativo no Século XXI. Belo Horizonte: Fórum, 2018.

MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. O insider trading no direito brasileiro. São Paulo: Saraiva, 2017.

NETO, Alexandre Assaf. Mercado Financeiro. 12. ed. São Paulo: Atlas, 2014.

NISHIOKA, Alexandre Naoki; RAMOS, Giulia. Nova lei, velho impasse: o acordo administrativo no âmbito da Lei n°. 13.506/17. In: ALVES, Rui Fernando Ramos et al. (Coord.). O Novo Regime Sancionador nos Mercados Financeiro e de Capitais: uma análise da Lei 13.506/17.

OSÓRIO, Fábio. Direito Administrativo Sancionador. 5. ed. São Paulo: RT, 2015.

PEREIRA, Diego Pala. Mercado de Capitais: a importância de aplicações em ações para a diversificação e retorno de uma carteira de investimentos. In II Congresso Internacional do Grupo Unis. Fundação de Ensino e Pesquisa do Sul de Minas, 2016. Disponível em: <http://repositorio.unis.edu.br/handle/prefix/508> Acesso em: 30 de dezembro de 2019.

PINHO, Diva Benevides (Org.). Introdução à Economia. São Paulo: Saraiva, 2011.

POPPER, Karl Raymund. Lógica das ciências sociais. 3. ed. Rio de Janeiro: Tempo Brasileiro, 2004.

REIS, Tiago. CNM: entenda o que faz o Conselho Monetário Nacional. Disponível em: <https://www.sunoresearch.com.br/artigos/cmn-conselho-monetario-nacional/> Acesso em: 23 de junho de 2019.

ROCHA, Cármen Lúcia Antunes. Princípios constitucionais do processo administrativo brasileiro. Rio de Janeiro: Revista de direito administrativo, vol. 209, 1997.

RODRIGUES, Horácio Wanderlei. Conhecer direito I: a teoria do conhecimento no século XX e a ciência do direito. Florianópolis: FUNJAB, 2012.

SADDY, André. Intervenção imperativa e seu instrumento característico: a polícia administrativa. BDA (São Paulo), v. 27. v. 4, p. 448-461, 2011.

_____. Regulação estatal, autorregulação privada e códigos de conduta e boas práticas. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2016.

SANTOS, Alexandre Pinheiro dos; OSÓRIO, Fábio Medina; WELLISCH, Julya Sotto Mayor. Mercado de Capitais: regime sancionador. São Paulo: Saraiva, 2012.

SUNDFELD, Carlos Ari. Direito Administrativo para Céticos. 2. ed. São Paulo: Malheiros, 2014.

VERZOLA, Antonio Carlos. Processos Sancionadores nos mercados financeiro e de capitais – Bacen e CVM. Rio de Janeiro: Renovar, 2012.

VIDOR, George. A História da CVM pelo olhar dos seus Ex-Presidentes. Rio de Janeiro: ANBIMA e BM&FBOVESPA, 2016.

VORONOFF, Alice. Direito Administrativo Sancionador no Brasil: justificação, interpretação e aplicação. Belo Horizonte: Fórum, 2018.

APÊNDICES

APÊNDICE A – Quantidade de processos julgados por mês e ano (CVM)

Ano	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Total
2000	-	-	-	-	-	1	-	1	1	-	3	-	6
2001	3	-	-	1	-	3	1	4	1	2	1	-	16
2002	-	-	2	1	-	-	-	-	-	1	-	3	7
2003	-	-	2	1	1	1	-	-	2	1	2	3	13
2004	-	-	-	1	2	3	4	1	1	-	1	3	16
2005	1	1	4	2	2	1	-	2	3	1	4	1	22
2006	1	-	2	-	3	1	3	1	-	4	2	1	18
2007	2	2	-	-	-	1	-	1	-	-	-	-	6
2008	-	1	-	-	-	-	1	-	2	1	-	-	5
2009	-	-	-	-	-	-	1	2	-	-	-	-	3
2010	-	-	-	-	2	-	-	2	1	-	4	-	11
2011	-	-	1	1	-	1	-	1	-	-	-	1	5
2012	1	-	-	1	-	1	-	3	-	-	-	3	9
2013	-	-	1	1	-	-	3	-	-	2	2	1	10
2014	-	1	2	-	1	-	-	-	2	2	3	1	12
2015	1	-	1	1	-	-	1	2	-	1	-	4	11
2016	-	-	-	-	-	-	-	1	3	-	-	1	5
2017	-	-	-	1	1	1	-	1	4	1	-	5	14
2018	-	-	1	1	2	2	1	4	-	2	3	-	16
Total	9	5	16	12	14	16	15	26	20	18	25	29	205

Fonte: elaboração própria a partir da base de dados

APÊNDICE B – Quantidade de acusações por pessoa física (CVM)

Nome do acusado (Pessoa Física)	Acusações
Abílio Nascimento Neto	2
Abramo Douek	2
Acilio Alves Borges Júnior	1
Adalto Carmona Cortes	2
Adam Quirino	1
Adelcio Victor e Albuquerque	1
Adelcyr Alves da Silva	1
Adelson Gomes Barreiros	2
Ademir Goveia dos Santos	1
Adhemar Valdiserra	2
Adilson Florêncio da Costa	1
Adolpho Ribeiro Neto	1
Adriana Gomes Pereira Pinto	1
Afonso Arno Arnhold	3
Ailton Amaral Santos	1
Ailton José Braga Domingues	2
Alberto Baquit	1
Alberto Barroso Filho	1
Alberto Ribeiro Güth	1
Alberto Stringhini	1
Alberto Zuzzi	1
Alceu Ferreira Mozer	1
Aldo Floris	1
Aleixo Buzzi	2
Alessandra Soares de Andrade Hidalgo	6
Alex José Correia	3
Alexandre Beldi Netto	1
Alexandre Branco Sette	3
Alexandre Carvalhido de Souza	1
Alexandre de Athayde Francisco	3
Alexandre Dias Salles	9
Alexandre Graever	1
Alexandre Henrique de Freitas	6
Alexandre Koch Torres de Assis	1
Alexandre Marcel	3
Alexandre Massa Rzezinski	1
Alexandre Randon	1
Alexandre Zattar Ferreira	1
Alexandro Marcel	1
Alfredo Egidio Setúbal	1
Alirio Pedro Braga	3

Nome do acusado (Pessoa Física)	Acusações
Almir dos Santos	1
Almir Maestri	1
Aluísio Liuzzi	3
Aluízio de Oliveira Menho	2
Álvaro da Costa Miragaya	2
Álvaro Emílio Kelmen de Andrade	1
Álvaro Guimarães de Oliveira	3
Amaury Mendes Freire	3
Aminadabe Andrade Luz	1
Ana Lúcia	1
Ana Paula D'Alessandro	1
Anderson Gattis	1
André Albino	2
André de Barros Mello	1
André do Espírito Santo	1
André Luiz Ferro de Oliveira	2
André Luiz Meirelles de Figueiredo	4
André Roberto Jakurski	1
André Sá do Espírito Santo	1
Angela Nerly Pereira	1
Ângelo Cesarino Arruda Doce	1
Ângelo da Silva Carneiro	2
Ângelo Romano	1
Angenor Sampaio da Silva	1
Anna Luiza Bernecker de Vasconcellos	2
Anna Regina Cruz Lehner	3
Antenor Barbosa Lima	1
Antônio Aparecido Gomes	1
Antônio Augusto Corrêa Ribeiro	1
Antônio Borges Leal Castello Branco	1
Antônio Carlos Baldi	3
Antônio Carlos Borges Camanho	6
Antônio Carlos Braga Lemgruber	1
Antônio Carlos Damasceno de Pinho	1
Antônio Carlos de Azeredo Coutinho	1
Antônio Carlos dos Santos Sabiá	1
Antônio Carlos Mendes Barbosa	1
Antônio Carlos Reissmann	6
Antônio Carlos Ribeiro de Andrada Tostes	2
Antônio Carlos Sobreira de Agostini	1
Antônio Cláudio Lage Buffara	2
Antônio Cláudio Schaefer	3
Antônio de Pádua Coimbra Tavares Pais	2

Nome do acusado (Pessoa Física)	Acusações
Antônio Fábio Beldi	1
Antônio Fernando Oliveira Castro	1
Antônio Geraldo da Rocha	6
Antônio Henrique Brazil de Bria	3
Antônio Henrique Monteiro Nascimento	3
Antônio José Gonçalves Fraga Filho	1
Antônio Luiz de Mello e Souza	1
Antônio Luiz Fadul	1
Antônio Manuel de Carvalho Baptista Vieira	3
Antônio Marcelo Manfredo Guedes Barbosa	1
Antônio Melgaço de Lima	3
Antônio Mendes	2
Antônio Peixoto Cherem	1
Antônio Roberto Beldi	1
Antônio Roberto Bocalon	1
Antônio Rodrigues Moreira	1
Antônio Wagner Pará de Moura	2
Antranik Kissajikian	1
Araldo Alexandre Marcondes de Souza	2
Ari Silvio de Santana	4
Ari Teixeira de Oliveira Ariza	2
Ariovaldo da Silva Rocha Filho	1
Aristóteles Magno Muniz Moraes	3
Armando de Oliveira Pires	5
Armando de Oliveira Pires Filho	3
Armando Pires de Oliveira	1
Armando Santone	1
Armando Tadeu Buchina	1
Armindo Tavares Jotta	1
Arthur Camarina	3
Arthur Carlos Briquet Junior	2
Arthur Celso Dias de Souza	3
Arthur Gilberto Voorsluys	1
Arthur Joaquim de Carvalho	2
Arthur Mario Pinheiro Machado	1
Astor Milton Schmitt	1
Augusto César Falcão de Queiroz	2
Áurea Simões Salzedas	3
Aurino Silva Reis	3
Beatriz Stase Penna	3
Benedito Aparecido Carraro	1
Benedito Caeté Ferreira Filho	3
Benito Sicili	3

Nome do acusado (Pessoa Física)	Acusações
Bernardo de Mello Barreto Carvalho	2
Bernardo Pinto Ferreira	3
Boris Galperin	2
Breno Fischberg	3
Bruno Grain de Oliveira Rodrigues	6
Bruno Krishna de Barros	1
Bruno Licht	6
Bruno Seraphim Cotrina Peña	3
Caio Alexander Hall Nielsen	1
Caio Tácito Giordan da Silva	6
Calil Neme Neto	3
Carla Santoro	1
Carlos Alberto Biasi Fleck	2
Carlos Alberto da Silva Barcelos	2
Carlos Alberto de Oliveira Ribeiro	11
Carlos Alberto Neves de Queiroz	3
Carlos Alberto Oliveira Souza	6
Carlos Alberto Vicente	3
Carlos Alberto Villafuerte Oyola	1
Carlos Arnaldo Borges de Souza	3
Carlos Augusto Coelho Branco	1
Carlos Augusto Levorin	6
Carlos Augusto Luiz Avian	5
Carlos Augusto Zelli	2
Carlos Campanhã	2
Carlos Ciampolini	9
Carlos Eduardo Affonso Ferreira	1
Carlos Eduardo Carneiro Lemos	12
Carlos Eduardo da Silva Bessa	3
Carlos Eduardo Esteves de Almeida	1
Carlos Eduardo Schahin	1
Carlos Ernesto Bohn	1
Carlos Frederico Sobral Elias	1
Carlos Henrique Novaes de Brito e Silva	3
Carlos José Coelho	1
Carlos Renato Mamede Noval	3
Carlos Roberto Corá	2
Carmenlucia Carvalho Lopes	1
Carmine Henrique	1
Carolyne Moura Munhoz	2
Cássio Ribeiro Correa	6
Cecília de Oliveira Pires	3
Cecília Pontes	1

Nome do acusado (Pessoa Física)	Acusações
Célia Maria Lima Bragança	1
Célio Antônio da Silva	1
Celso Antônio Ignácio Pinto	1
Celso Assis Borges	2
Celso Brandão Knoedt	1
Celso Pedro Senise Junior	2
Celso Prando	1
Celso Tanus Atem	1
César Luiz Lima Vida	3
Cesar Portella Santos	1
Cezar Maurício Cossenza Júnior	3
Cezar Pereira de Oliveira	1
Cézar Sassoun	4
Chao En Ming	5
Cheyenne Nunes Baptista	1
Christian de Almeida Rego	2
Christiano Guimarães Fonseca Filho	1
Cícero Aurélio Sinisgalli Júnior	1
Cícero Vidal Filho	2
Ciro Carneiro Hasslocher	1
Ciro Orenstein Ribeiro Tourinho	1
Clark Setton	1
Cláudia Maria da Costa	1
Cláudio Aldoniro Wildner Leal	3
Cláudio Antônio Gaêta	1
Cláudio da Silva Barreto	2
Claus Buckmann Cardoso de Mello	1
Cleanto Ferreira Lima	1
Cléo Citrângulo Filippi Jr.	1
Clovis Reali	2
Clóvis Souto Wanderley Filho	1
Cristiano Costa Beber	3
Cristiano Jacó Renner	1
Cristiano Motta Cruz	1
Daltro Muniz Ferreira Lima	1
Daniel Antunes de Azevedo	1
Daniel Benasayag Birman	3
Daniel Massa Rzezinski	1
Daniel Navacinsk	1
Daniel Raul Randon	1
Danilo Alsu Santos	1
Danton de Magalhães Galvão	1
David Bensussan	13

Nome do acusado (Pessoa Física)	Acusações
David de Macedo Sanzana	1
David Jesus Gil Fernandez	8
David Zylberstajn	1
Dayse Duarte Cilaberry dos Santos	1
Débora Gomes Capucci	1
Décio Pelajo	1
Denilson Alves	1
Denise Souza Tavares de Lemos	3
Denizar Azevedo	1
Desirre Bitencourt Pacheco	1
Diego Buaes Boeira	1
Dilma Gomes Saraiva Novaes	1
Dimas Luis Rodrigues da Costa	1
Diógenes César Terranova	2
Dionísio Leles da Silva Filho	2
Domenico Vommaro	6
Dryel Menacker Salgueiro	1
Edair Deconto	1
Edgar da Silva Ramos	9
Edgard Luiz Pinaud Filho	1
Edilberto Teles Santos	1
Edison Oliveira da Silva	3
Edison Roberto Marcelino	3
Edivan Pinheiro Viegas	1
Edmilson Marques	1
Edmundo Abdul Massih	2
Edmundo Valadão Cardoso	3
Edson Jordão Prestes	1
Edson Lucena do Amaral	1
Edson Pontes Filho	1
Edson Queiroz Barcelos Junior	1
Eduardo Augusto de Almeida Guimarães	1
Eduardo Blank Gonçalves	3
Eduardo Bomfim Sanseverino	1
Eduardo Brenner	2
Eduardo Casseb	2
Eduardo Cosentino da Cunha	1
Eduardo Cunha Telles	2
Eduardo de Freitas Teixeira	2
Eduardo de Souza Santos Neto	1
Eduardo Henrique Andrade Graça	3
Eduardo Imanichi Munemori	1
Eduardo Jorge Charme Saad	1

Nome do acusado (Pessoa Física)	Acusações
Eduardo Moraes de Carvalho	10
Eduardo Mossé	1
Eduardo Nogueira Gomes Pereira	3
Eduardo Ponce	1
Eduardo Vargas Haas	1
Eduardo Walter Kirschner	2
Eike Fuhrken Batista	1
Eládio Gonzáles Vasquez	9
Elaine Cristina de Oliveira	1
Elcio Antônio Bardeli	1
Eliana Maria Marques Carvalho	1
Elias Calil Jorge	3
Elias de Souza	1
Eliezer Domingues Lima	1
Eliseu Martins	1
Elizabeth Ferreira Otoni de Azevedo	1
Ellen Cristiane da Silva Pereira	1
Elpídio Cannabrava	1
Elvio de Oliveira Flores	1
Émerson Suto Pacheco	1
Eneo Medeiros Soares de Araújo	2
Enivaldo Quadrado	3
Enrico Picciolo	2
Eric Davy Bello	2
Erino Tonon	1
Estela dos Santos Mendes	3
Eugênio César Timm Menescal Conde	1
Eugênio Kirchner	1
Eugênio Pacelli Marques de Almeida Holanda	1
Evaldo Darcy Ehlke	1
Fabianna Carneiro Carnaval Espírito Santo	2
Fabiano de Castro Raul	1
Fabiano Manoel Teixeira	1
Fábio Barreto Nahoun	2
Fábio Caretoni	3
Fábio de Lima Pereira	1
Fábio Deslandes	9
Fabio Feital de Carvalho	1
Fabio Floh	1
Fabio Lotaf	1
Fábio Muniz do Amaral	1
Fábio Pagliuso	1
Fábio Sequeiros de Aguiar	3

Nome do acusado (Pessoa Física)	Acusações
Fábio Souza da Silva	3
Fabrizio Dulcetti Neves	1
Felipe Neira Lauand	2
Féres José	2
Fernanda Ferraz Braga de Lima	1
Fernando Alves de Oliveira	1
Fernando Antônio Cavendish Soares	2
Fernando Antônio Nuñez	1
Fernando Concílio César	3
Fernando de Faria Resende	1
Fernando Janine Ribeiro	6
Fernando José Pedroso Almendra	2
Fernando Luiz Martins Perroni Filho	1
Fernando Luiz Nabuco de Abreu	1
Fernando Luiz Sofia	1
Fernando Martins Valverde	2
Fernando Mendes Castello Branco de Oliveira	3
Fernando Mendes Pedroso	1
Fernando Meyer Noll da Conceição	1
Fernando Optiz	1
Fernando Salles Teixeira de Mello	1
Fernando Sérgio Rocha Nascimento	1
Fernando Soares de Moura Lins	3
Firmino Ferreira Sampaio Neto	1
Flamarion Josué Nunes	2
Flávio Fernandes Nave	2
Flávio Maluf	2
Flávio Mário Machado dos Santos	3
Flávio Roberto de Carvalho	3
Flávio Rogério de Paula Gontijo	1
Flávio Tfouni	1
Francis de Souza Dantas Forbes	1
Francisberto de Lima Pereira	1
Francisca Solange Justino	1
Francisco Augusto da Costa e Silva	1
Francisco Augusto Tertuli	4
Francisco Carlos do Nascimento Pestana	1
Francisco de Assis Lafayette	2
Francisco de Paula Elias Filho	4
Francisco Eduardo Dourado de Sena	1
Francisco Gonzaga de Oliveira	1
Francisco Henrique de Siqueira Carvalho de Araújo	6
Francisco José Magliocca	2

Nome do acusado (Pessoa Física)	Acusações
Francisco José Pereira Picanço	1
Francisco José Rodriguez Lunardi	1
Francisco Regis Fischer	6
Francisco Ribeiro de Magalhães Filho	6
Francisco Roberto Trozzi	3
Frangos e Bois Consultoria em Culinária Ltda. Agenda CCVM Ltda. Agenda DTVM Ltda.	1
Frank Sadayoshi Yamamoto	1
Frank Zietolie	1
Franklin Del Lehner	3
Frederico de Souza Lima	1
Frederico Kuehnrich Neto	1
Frederico Lopez Junior	3
Gabriel Paulo Gouveia de Freitas Junior	3
Gamaliel Herva	1
Gayle Rozane Guilherme Mendes Lemos	4
Geraldo José de Negreiros	2
Geraldo Pereira Junior	2
Gerson Scaciota Rebane	6
Gil Gomes	1
Gilberto Braz da Cunha Filho	1
Gilberto da Silva Zalfa	6
Gilberto Duarte do Prado	2
Gilberto Rodrigues Gonçalves	2
Gilmar José Caldeira	2
Gilmar Neves Iendrick	1
Gilson Araújo Junior	3
Gilson Braga Júnior	1
Gilson Ismerim Silva	1
Gilson Nunes Augusto	1
Gilson Pereira Vieira da Silva	3
Gilson Valentin Grazziotin	1
Gino Gavazzi	1
Giorgio Virzi	3
Gizele de Souza	3
Gláyste Rosângela Guilherme Mendes Cordeiro	3
Guilherme Afonso Ferreira	1
Guilherme Anderson Weber Toro	1
Guilherme Bernardes Mazuhy	2
Guilherme Colonna Rosman	1
Guilherme Ferreira Menezes	3
Guilherme Geraldo Rylko	1
Guilherme Henrique Jorge O'Connor	3
Guilherme Moraes Farah dos Santos	1

Nome do acusado (Pessoa Física)	Acusações
Guilherme Queiroz Siepmann	7
Guilherme Simões de Moraes	7
Guilherme Soter Lopes da Silva	1
Guilhermo Davies	1
Gustavo Adolfo Funcia Murgel	1
Gustavo Almeida Magalhães	2
Haroldo de Almeida Rego Filho	2
Heitor Alexandre Pereira Reis	5
Hélio Castilho Martins	1
Hélio Eduardo Leite Mesquita	2
Hélio Vieira Júnior	1
Heloísa Wey Beldi	1
Helvécio Pires Rocha Mello	1
Henrique Carlos Ferrão Filho	1
Henrique Domingues Neto	1
Henrique Fonseca de Freitas	3
Henrique Freihofer Molinari	12
Henrique Malta Smaal	1
Héquel Pampuri Osório	1
Hermes Moura de Figueiredo	1
Hilário Ruy Caobelli	1
Hiroshi Tahira	2
Hiroshi Yamazaki	1
Homero Amaral Júnior	2
Homero Refanelli de Alcântara Silveira	2
Horácio Pires Adão	3
Hugo Saito	1
Iara Terezinha Urach	1
Ibrahim Borges Filho	2
Inácio Fradique Moretti Santana	1
Irahy Carneiro de Faria Júnior	2
Irapuan Franco de Mendonça	3
Irene de Almeida	1
Ivan Augusto Gonçalves	1
Ivete Fernandes Pereira Figueiredo	3
Iwao Jouti	1
Jackson Pereira	1
Jader Riso Barbosa	2
Jaime Costa Junior	1
Jair Fabrício Salles Caet	2
Jair Nunes Batista	1
James Ferraz Alvim Netto	2
Janaína Voltolini Martins	1

Nome do acusado (Pessoa Física)	Acusações
Jane da Silva Barreto	2
Jane Dantas Faria	6
Jari Souza Barreira	1
Jayme Pereira Mello	3
Jean Bardawil Filho	1
Jeferson de Deus Soares Brant	6
Jeronymo Monteiro de Sá	3
Joacyr Reynaldo	10
João Alves de Queiroz Filho	2
João Antônio Castilho Perea	3
João Artur Schippinich	1
João Augusto Pereira de Queiroz	6
João Carlos Alves Barbosa	1
João Carlos de Almeida Gaspar	8
João Carlos Laurentino de Souza	1
João Carlos Paim Vieira	1
João Carlos Seabra da Cruz	2
João Cláudio Rodrigues Vital	1
João da Silva Lisboa	1
João de Chiara	1
João Francisco Bandecchi Perestrello de Vasconcellos	3
Joao Freixo Pontes	1
João Giberto Ballatala Rossi	1
João José de Araújo Pereira Pavel	1
João Leite Neto	1
João Luiz Ferreira de Mello	3
João Luiz Franco Ferreira	3
João Marcos Cintra Gordinho	2
João Meinardo Barreto Meyer	3
João Nunes Ferreira Neto	4
João Rocha Netto	1
João Vicente Silva	1
Joaquim Affonso Mac Dowell Leite de Castro	1
Joaquim Carlos Franchi	1
Joaquim Carlota Júnior	1
Joaquim Francisco dos Santos Junior	3
Joaquim José Vieira Baião Neto	1
Jobernylson Prates Neves	1
Joel Musman	1
John Marcos Acland Hindmarsh	1
John Milne Albuquerque Forman	2
Joni Emílio Kurgan	1
Jorge Álvaro Satilho Miranda	2

Nome do acusado (Pessoa Física)	Acusações
Jorge Alves Virginio	1
Jorge Carneiro de Oliveira	3
Jorge da Costa Rzezinski	1
Jorge Davies	1
Jorge Elias Bittar Filho	2
Jorge Fernandes Bragança	1
Jorge Fernandes da Silva	1
Jorge Gurgel Fernandes Neto	1
Jorge Hund Júnior	1
Jorge Marques Correa	1
Jorge Mata Salgado	2
Jorge Moreira Cabral	3
Jorge Nabih Kulaif	1
Jorge Ribeiro dos Santos	4
Jorge Wilson Caserta de Aguiar	1
José Alfredo Lamy	1
José Antônio Goulart de Carvalho	2
José Antônio Marchesini	1
José Antônio Penna	5
José Augusto de Lima	3
José Augusto Dumont	1
José Calasans Júnior	1
José Carlos Batista	5
José Carlos de Carvalho Dias	12
José Carlos de Oliveira Soares	2
José Carlos Leonardo Goulart	1
José Carlos Neves de Mattos	1
José Carlos Romero Rodrigues	2
José Carlos Santana Dias	2
José Carvelo Xavier Júnior	1
José Costa Gonçalves	7
José de Menezes Berenguer Neto	1
José de Ribamar Oliveira Costa	1
José de Souza Teixeira	2
José de Vasconcellos e Silva	1
José Dorneles Freitas Vale	2
José Duclerc Moretti Santana	7
José Eduardo D'Alcântara Oliveira	1
José Eduardo Martiniano Gomes	3
José Enoilce Teixeira Mendonça	1
José Eudes Freitas	1
José Expedito de Castro Braga	1
José Francisco da Silva	1

Nome do acusado (Pessoa Física)	Acusações
José Geraldo Sanábio	12
José Governo Pais	1
José Gustavo de Souza Costa	1
José Henrique Secco Peixoto	1
José Joaquim Carneiro de Mendonça	1
José Joaquim Paifer	1
José Luiz Leão Vieira	3
José Luiz Palhares Campos	1
José Marcelo da Silva	3
José Maria Bezerra da Silva	9
José Maria de Cesarino Henriques Soares	1
José Martins Pereira	1
José Mendes de Farias	3
José Orlando Leite Cavalcanti	6
José Oswaldo Morales	7
José Paulo Nunes da Costa	1
José Pedro Mendes da Cruz	2
José Renato de Camargos	1
José Renato Ribeiro Mendes	3
José Ricardo Mendes da Silva	1
José Roberto Amorielo	1
José Roberto Funaro	5
José Roberto Gomes Vianna	1
José Roberto Latréquia	5
José Roberto Lorenzi	3
José Roberto Peake Braga	1
José Roberto Peake Braga Júnior	1
José Roberto Rohnelt Fagundes	1
José Vasco Teixeira da Costa	3
Joubert Modesto da Silva Junior	1
Juli Leite Malara	1
Juliano Zandonai	1
Júlio Cesar Alves Vieira	1
Júlio Cesar Couto da Costa	3
Júlio César de Araújo Nogueira	1
Júlio César Pontes Martins	1
Júlio César Quito Pinto	1
Júlio César Vaz Modaneze	1
Júlio Cezar Ferraz Muzzi	1
Júlio Manoel Villarico de Moura	3
Juvenil Antônio Zietolie	1
Kiyoshi Yoshikawa da Cunha	1
Kurt Eisenlohr Paes	1

Nome do acusado (Pessoa Física)	Acusações
Larry Pereira Martins	6
Lauro Alberto de Luca	1
Lauro José Senra de Gouvêa	1
Lauro Mendonça Gouvêa Filho	3
Lavínia Ferraiuolo de Oliveira Costa	3
Leandro Porto Gadelha	1
Leivi Abuleac	3
Lelis Alberto de Moura Nobre	9
Leonardo Bochner	3
Leonardo Ramos Ribeiro	1
Levi Abuleac	3
Lilian de Payrebrune St. Sève Marins	1
Lisandro Zaguini	1
Lourival Poffo	1
Lucas Joffily	1
Luciana Bonagura	3
Luciano André Henrique Dias	1
Luciano Decourt	1
Lúcio Bolonha Funaro	8
Lucio Henrique Ledo Gomes	1
Luis Alberto	1
Luis Álvaro Moreira Ferreira Filho	2
Luís Antônio Albuquerque Lessi	2
Luis Antônio Sales de Mello	17
Luís Cláudio Pinheiro	1
Luís Felipe Guimarães Stevenson de Oliveira	3
Luis Felipe Índio da Costa	7
Luis Frederico Kuehnrich	1
Luis Roberto Correa Reche	1
Luís Stuhlberger	1
Luiz Alves Paes de Barros	1
Luiz Antônio Sales	2
Luiz Augusto de Queiroz	1
Luiz Carlos Augusto Meza	1
Luiz Carlos Caser	1
Luiz Carlos Moreira Lima	2
Luiz Carlos Pires de Araújo	10
Luiz Carlos Ventura	3
Luiz Cláudio Carneiro Leão	3
Luiz Claudio Pereira Gomes	1
Luiz Cleber Soares Gomes	1
Luiz Eduardo Haus Sukienik	2
Luiz Eduardo Simões Lopes	1

Nome do acusado (Pessoa Física)	Acusações
Luiz Felipe Mursa de Sampaio Doria	2
Luiz Fernando Alves Cruz	2
Luiz Fernando Brandt	1
Luiz Fernando Faria de Azevedo	1
Luiz Fernando Monteiro de Gouvêa	9
Luiz Fernando Sodre Imbuzeiro	3
Luiz Gonzaga Murat Junior	1
Luiz Henrique Monteiro dos Santos	1
Luiz Ildefonso Augusto da Silva	1
Luiz Kleber Hollinger da Silva	10
Luiz Marcos Prudêncio de Souza	2
Luiz Masagão Ribeiro	4
Luiz Octavio Duarte Rosa	1
Luiz Roberto de Souza Sampaio	4
Luiz Vianna Neto	1
Lygia Anastasia Ramos	1
Magda Maria de Azeredo Martins	3
Manoel Germ Mafort	1
Manuel Eurico Flores Lisboa	1
Marcel Joaquim Migueis	1
Marcello Garbes Rodrigues	1
Marcello Stewers	1
Marcelo Abreu Murad	1
Marcelo de Abreu Borges	2
Marcelo de Menezes Leitão	3
Marcelo Faria Figueiredo	1
Marcelo Ferreira Martins Costa	3
Marcelo Impellizieri de Moraes Bastos	2
Marcelo Jagoda	1
Marcelo José Konte	6
Marcelo Moses Boscoli	3
Marcelo Passaglia Paracchini	1
Marcelo Pizzo Lippelt	5
Marcelo Roberto de Freitas Velloso	2
Marcelo Rocha Uva	1
Marcelo Rzezinski	1
Marcelo Sepúlveda	2
Marcelo Sharp de Freitas	1
Marcelo Vieira da Silva de Oliveira Costa	6
Marcelo Xandó Baptista	1
Márcio Antônio E. Martins Loureiro	1
Márcio Antônio Martins	3
Marcio Antônio Peixoto	3

Nome do acusado (Pessoa Física)	Acusações
Márcio de Paula das Oliveiras	1
Márcio Elison Ferreira Dos Reis	6
Márcio Martins Cardoso	3
Márcio Moreira Serr	1
Márcio Müller	1
Marcio Peixoto Valadao	1
Márcio Rocha Mello	2
Márcio Salomão Chadud	2
Márcio Serra Dreher	1
Marco Antônio Beldi	1
Marco Antônio Bernardi	1
Marco Antônio Fiori	3
Marco Antônio Moura de Castro	1
Marco Antônio Siqueira	3
Marco Aurélio Boff Coelho	2
Marco Aurélio Kühner de Oliveira Filho	1
Marco Aurélio Monteiro Oliveira Cunha	3
Marco Aurélio Virzi	3
Marco Beltrão Stein	1
Marco Flávio Tenuto Rossi	1
Marcos André Prandi	1
Marcos Antônio da Silva Orofino	1
Marcos Aparecido Ribeiro	1
Marcos César de Cássio Lima	12
Marcos Germ Matrowitz	1
Marcos Jacobina Borges	1
Marcos José Santos Meira	1
Marcos Maurício da Silva	1
Marcos Pizarro Mello Ourivio	4
Marcus da Cruz Berquo Ururahy	2
Marcus Meyhoras de Freitas	1
Maria Auxiliadora de Souza Pestana	1
Maria Claudia Beldi Ramirez	1
Maria Cristina Vidal Tavares Pais	2
Maria de Fátima Costa Brazão	1
Maria de Fátima Schaefer	3
Maria Elizabeth Decourt	1
Maria Emília Rocha Mello de Azevedo	1
Maria Izabel Dias Menezes	1
Marilze Terezinha Andriguetti Guidorzi	1
Mario Calfat Neto	1
Mário Celso Coutinho de S. Dias	1
Mário Cesar Nassif da Fonseca	3

Nome do acusado (Pessoa Física)	Acusações
Mário Dias Guimarães Neto	1
Mario Gomes Toros	1
Mário Gonzalez Filho	1
Mário Hilário Goettems	1
Mario Jamil Chadud	2
Mario John	1
Mário Martins Dias Filho	1
Mário Massao Murata	1
Mario Ohzeki	1
Mario Sergio Nunes da Costa	2
Marlei Feliciano	1
Marley Almeida Alves Marley Machado de Almeida	2
Marley Machado de Almeida	1
Marta Flores Moreira	1
Martha da Silva Vidal	3
Maurício Atem	3
Maurício Feferman	2
Maurício Lima da Silva	1
Maurício Pereira dos Santos	3
Mauro Lança Freitas Vale	2
Mauro Sérgio Paixão da Silva	5
Maximili Chinaglia	3
Meri Calil Daher	2
Michael A. Barth	1
Michael Lenn Ceitlin	2
Miguel Rodrigues Estevinha do Amaral Xavier	1
Milton José Gomes	2
Milton Luis Montanari	1
Milton Romeu Franke	1
Milton Silva Ozório	1
Miranildo Cabral da Silva	3
Miriam Vianna Vieira	1
Mordko Izaak Messer	1
Morris Safdié	2
Murillo de Almeida Rego	3
Nabi Kemmel Mellem	1
Nanci Lúcia Panzera Forner	1
Naufel Padilha David	1
Nelson Medaber	1
Nelson Passaroff	1
Nelson Sebastião de Almeida	2
Nelson Telles de Almeida Santos	1
Nelson Walter Marquardt	3

Nome do acusado (Pessoa Física)	Acusações
Nestor Rabello Sampaio Sobrinho	1
Newton Augusto Cardoso de Oliveira	2
Newton Godinho Junior	2
Newton Leite Magalhães	9
Nicholas Stephan Moraes Barbarisi	1
Nilbio Guimarães Pereira	1
Nilton Batista Muniz	1
Nilton Fernandes	3
Nilton Hebert do Sacramento	1
Nilva Therezinha Randon	1
Niraldo Evaristo Nogueira	1
Nivaldo dos Santos Fuzetto	1
Noercy Júlio Krauspenhar	2
Norberto de Franco Medeiros	1
Octaviano Zandonai	1
Octávio Gomes de Oliveira	1
Octávio Werneck de Andrada Tostes	2
Olimpio Pinto Diniz	1
Olímpio Uchoa Vianna	1
Omar Lopes Fernandes	1
Orestes Alves de Almeida Prado	1
Oriel Campos Leite	1
Oromar Magdalena Olivet	1
Oscar Massami Hayama	1
Oswald José Levy de Souza	1
Otávio Ângelo da Veiga Neto	1
Othniel Rodrigues Lopes	2
Otto Luiz da Costa Menezes	1
Paolo Enrico Maria Zaghen	1
Paulina Junqueira Azevedo Vieira	3
Paulino Campos Fernandes Basto	2
Paulo Alexandre Moes	1
Paulo Alves Martins	1
Paulo Antônio Dias Menezes	1
Paulo Antônio Fontenelle Reis	8
Paulo Assunção de Sousa	1
Paulo Borba Moglia	1
Paulo César de Barcellos	1
Paulo César de Lima	1
Paulo da Costa Rzezinski	1
Paulo Del Giudice	1
Paulo Del Giudice Júnior	1
Paulo Domingos de Freitas	1

Nome do acusado (Pessoa Física)	Acusações
Paulo Edson Henrique dos Santos	1
Paulo Fernando Marcondes Ferraz	1
Paulo Frederico Meira de Oliveira Periquito	2
Paulo Juli Nicolielo Junior	1
Paulo Lins Furtado	1
Paulo Mário Pereira de Mello	1
Paulo Messer	2
Paulo Moreira de Mattos	1
Paulo Ribeiro Júnior	2
Paulo Roberto Almeida Figueiredo	2
Paulo Roberto Bello Correia Lima	7
Paulo Roberto da Veiga Cardozo Monteiro	2
Paulo Roberto Di Antônio Brochado	1
Paulo Roberto Leke	1
Paulo Roberto Palhares Malafaia	1
Paulo Roberto Prette	2
Paulo Roberto Ribeiro Pinto	1
Paulo Sérgio Freitas Santos	3
Paulo Sérgio Pimentel	3
Paulo Sérgio Ribeiro de Andrade	3
Paulo Serra Netto Lerner	3
Paulo Vicente Galvão	3
Pedro Alvim Junior	3
Pedro Barin Calvete	1
Pedro Batouli	1
Pedro Eduardo de Oliveira Silva Neto	1
Pedro Felipe Borges	1
Pedro Francisco Lanera	1
Pedro Henrique Tinoco Duarte	3
Pedro José de Mello Machado da Silva	3
Pedro Lopes de Sousa Palhares	1
Pedro Luiz Leite Mazonave	1
Pedro Paulo Veronesi Brochado	1
Pedro Stenzel Brasili da Costa	2
Pedro Sylvio Weil	3
Pedro Victor Lacombe Scarpa	3
Pery de Oliveira Neto	1
Peter Jacobus Franciscus Van Voorst Vader	1
Peter Vertes	1
Rafael Danton Weber Toro	1
Rafael Ferri	2
Rafael Palladino	1
Rafael Urach Íncola	1

Nome do acusado (Pessoa Física)	Acusações
Rafael Vieira Gomes	1
Raimundo Nonato Diniz Rodrigues	1
Raul Anselmo Randon	1
Raul Davies Mendez	1
Raymundo Carvalho de Menezes Neto	1
Regina Celia Monteiro dos Santos	1
Reginaldo Alves dos Santos	4
Reginaldo Cordeiro Ventura	2
Reinaldo Zakalski da Silva	1
Renato Borgmann Severo de Miranda	1
Renato dos Santos Ferreira	1
Renato Guerra Marques	2
Renato Lima Silva	2
Renato Luci Galli	1
Renato Luciano Galli	1
Renato Miranda Mazzuchelli	2
Renato Ramos Ferreira	1
Renato Ramos Ferreira Filho	1
Renato Rodrigues Ornelas	1
René Fleury Chiletto	1
Ricardo Afonso das Neves Leitão	3
Ricardo Alberto Sánchez Pagola	7
Ricardo Augusto de Saboya Henningsen	1
Ricardo Bubman	3
Ricardo Chagas Cruz	1
Ricardo de Azevedo Marques Bellens	1
Ricardo de Azevedo Marques Bellens Porto	1
Ricardo de Camargo Cavalieri	6
Ricardo de Souza Adenes	1
Ricardo Dunshee de Abranches	3
Ricardo Fernandez Silva	1
Ricardo Levy	1
Ricardo Lopes Delneri	3
Ricardo Luiz Robini Pinto	2
Ricardo Marques de Paiva	5
Ricardo Monteiro de Castro Melo	3
Ricardo Monteiro Valente	3
Ricardo Ossaille	3
Ricardo Penna de Azevedo	2
Ricardo Pinto de Oliveira	3
Ricardo Ribeiro Pessoa	2
Ricardo Sabbá Geraldês	2
Ricardo Siqueira Rodrigues	14

Nome do acusado (Pessoa Física)	Acusações
Ricardo Theóphilo Rossi	3
Rita Isabel Rocha	1
Rivaldo Ferreira de Souza e Silva	3
Robert de Souza Baptista	1
Robert Stanley Philippe	1
Roberto Alexandre de Alencar Araripe Quilelli Corrêa	1
Roberto Ângelo de Siqueira	1
Roberto Campos Rocha	6
Roberto da Silva Ferreira	1
Roberto de Castro Visnevski	3
Roberto de Payrebrune St. Sève Marins	1
Roberto Della Piazza	1
Roberto Luiz Santos Silva	1
Roberto Mário Amaral Lima Neto	1
Roberto Neves Rodrigues	3
Roberto Pereira	1
Roberto Ruhman	1
Roberto Sampaio Correa	3
Roberto Seraphim Telles	1
Roberto Siguer Nambu	2
Roberto Terziani	2
Roberto Vieira da Silva de Oliveira Costa	3
Rodnei Atilio Riscali	1
Rodnei Dias de Oliveira	1
Rodolfo de Castro Neto	1
Rodolfo Leal	1
Rodrigo Bezerra de Melo Paraense	4
Rodrigo Bhering Andrade	1
Rodrigo Ferraz Pimenta da Cunha	2
Rodrigo Ferreira Santone	1
Rodrigo Freitas Poppe de Figueiredo	3
Rodrigo Rodrigues da Silva	1
Roger Ian Wright	1
Rogéria Costa Beber	3
Rogério Gomes	2
Rogério Payrebrune St. Sève Marins	1
Rogério Rodriguez Almeida	1
Rolf Kuehnrich	1
Romulo Tavares Costa	1
Ronaldo Dalvi	1
Ronaldo Damião Paes Ferreira	2
Ronaldo Ganon	2
Ronaldo Marchese Schmidt	3

Nome do acusado (Pessoa Física)	Acusações
Ronaldo Smith Lisboa	1
Ronner Gontijo	1
Rubens dos Reis Andrade	1
Rubens João Iatchuk	3
Rubens Ometto Silveira Mello	1
Rubens Sardenberg	1
Rui Paranhos de Oliveira	1
Samir Assad	2
Sandro Rogério Lima Belo	2
Saul Dutra Sabbá	9
Sebastião Pereira Cerqueira	1
Sérgio Augusto Bastos Limoeiro	1
Sérgio Caretoni	3
Sérgio Carlos de Godoy Hidalgo	18
Sérgio Chiamarelli	2
Sérgio Conrado Quintanilha de Sá	1
Sérgio de Jesus Fiorelli	1
Sérgio Eduardo Leite Mesquita	2
Sérgio Faria Lemos da Fonseca Júnior	1
Sérgio Ferreira Pires	4
Sérgio Gomes de Vasconcellos	2
Sérgio Guaraciaba Martins Reinas	7
Sérgio Luiz Berardi	1
Sergio Luiz Vieira Machado de Mattos	1
Sérgio Sarti Magnani	1
Silvana Dino	1
Silvia Amoroso Lima Affonso Ferreira	1
Silvia Maria dos Santos	2
Silvio Luiz Laudisto Leonhardt	6
Silvio Roberto Paixão da Silva	3
Silvio Simões Salzedas	3
Sírio Pinheiro da Silva	1
Sônia Marly Lauton Ignácio	1
Sueli Aparecida dos Santos	1
Sueli Aparecida Pauletti	2
Sueli Ferreira Pires	3
Suzana Lia Sapir de Sabbá	3
Sylvio Carlos Sobrosa Rocha	1
Tadeu Gonzaga Toledo	3
Tarcísio Antônio de Rezende Duque	1
Tassio Dutra e Silva	3
Túlio Vinicius Vertullo	3
Ubirajara dos Santos Macieira	2

Nome do acusado (Pessoa Física)	Acusações
Ubirajara Gomes da Costa Filho	1
Valdevino Ribeiro dos Santos	1
Valdir Couto da Costa	3
Verônica Valente Dantas	1
Vicente João Gomes	1
Virgilio Lopes	6
Virgílio Maurício Quintanilha Filho	1
Wady Santos Jasmim	1
Wagner Domingues Costa	1
Wagner Imperatore Nogueira	1
Wagner Marcelo Monteiro Borges	3
Wagner Peres	1
Wagner Rubira Assis	3
Walpires S.A. CCTVM	1
Walter Appel	1
Walter Braun	3
Wellington Antônio Drumond da Silva	2
Wellington Luis Silva Correa	1
Werles Lopes da Silva	3
William Celso Scarparo	3
Wilson Fantazini Nagem	3
Xisto Vieira Filho	1
Zélia Maria Couto Ozório	1
Zilton Neme da Silva	2
Zion Douer	1
Ziro Murata Junior	3
Total	2.024

APÊNDICE C – Quantidade de acusações por pessoas jurídicas (CVM)

Nome do acusado (Pessoa Jurídica)	Acusações
A. S. Consultoria Imobiliária Ltda.	1
Ação S.A. CVC (atual Ação Partic. S.A.)	2
Adipar DTVM Ltda.	1
Agente CCTVM Ltda. Clicktrade CCTVM S.A.	4
Ágora CCVM S.A. Ágora Sênior CTVM S.A Ágora CTVM Ltda.	6
Agropastoril RICCI Ltda.	6
Aguassanta Participações S.A.	1
Allegro Corretora de Valores	3
Alta Commodities & Futures CM Alpes Investimentos e Participações Ltda.	3
Americainvest CCTVM Ltda.	10
ANFA Empreendimentos e Engenharia Ltda.	2
Angá Administração de Recursos Ltda.	1
Arjel DTVM Ltda.	2
Arouch Invest Empreendimentos e Serviços S.C Ltda.	1
Arrow CCVM S.A.	1
ARX Strike – Fundo de Investimentos Multimercado	3
ASM Administradora de Recursos Ltda.	2
ASM Asset Management DTVM S.A.	1
Assinvest Assessoria Ltda.	1
Atlantis S.A. CCTVM	2
Atrium Administração e Serviços Ltda.	2
Atrium CCTVM Ltda. Atrium DTVM S.A)	3
Atrium FIA	1
Atrium Participações, Consultoria e Administração Ltda.	1
Baluart S.A. Corretora de Títulos e Valores Mobiliários S.A.	1
Banco ABN AMRO REAL S.A. Banco ABN AMRO S.A	1
Banco BBA Creditanstalt S.A. (atual Banco Itaú-BBA S.A.)	1
Banco Boavista Interatlântico	1
Banco BRJ S.A.	1
Banco BTG Pactual S.A.	1
Banco Credibel S.A.	1
Banco de Investimentos Credit Suisse Brasil S.A.	7
Banco de Investimentos Credit Suisse First Boston Garantia S.A.	1
Banco Dimensão	2
Banco do Brasil S.A.	1
Banco Fibra S.A.	2
Banco GNPP	1
Banco Indusval S.A.	3
Banco Itaú S.A.	1
Banco Multiplic S.A.	3
Banco Prosper S.A.	9

Nome do acusado (Pessoa Jurídica)	Acusações
Banco Rendimento S.A.	1
Banco Santander Brasil S.A.	1
Banco Schahin S.A.	1
Banco Vetor S.A.	2
Banton Holding Inc.	2
BCSUL Verax Serviços Financeiros Ltda.	1
BEM DTVM Ltda.	1
BES – Securities do Brasil S.A. CCVM	1
BH DTVM Ltda.	1
BID S.A.	1
Bittencourt S.A. CTVC	1
Blank Sys Consultoria e Sistemas S.C. Ltda.	3
BMA - Empreendimentos Imobiliários Ltda.	1
BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A.	1
Boavista S.A. DTVM	1
Bogari Gestão de Investimentos Ltda.	1
Bolsa de Valores do Rio de Janeiro	1
Bônus-Banval Participações Ltda. Bônus-Banval Commodities CM Ltda.	5
Boom Consultoria e Assessoria Ltda.	1
Brigadeiro S.A. Participações Ipanema S.A. Corretora de Mercadorias	1
Bueno e Martins Ltda.	2
Business Commodities Corretora Mercantil Ltda.	1
C&D DTVM S.A.	1
Canadian Financial Corporation S.A.	1
Caritas Administração e Participações Ltda.	1
Cell Participações e Administração Ltda.	1
Cepar Consultoria, Empreendimentos e Participações Ltda.	2
Cinco S.A. Corretoras Associadas de CVM Ltda. (atual Cruzeiro do Sul S.A. Corretora de Valores)	3
Citibank DtvM S.A.	1
City CCVM Ltda. City Empreendimentos e Serviços Ltda.	8
City DTVM City Empreendimentos e Participações Ltda.	3
ClickTrade Empreendimento e Participações Ltda. Agente CTVM Ltda.	6
Clube de Investimentos 9	3
Clube de Investimentos Albatroz	1
Clube de Investimentos Aroeira	3
Clube de Investimentos FHS	3
Clube de Investimentos Fibra	1
Clube de Investimentos Mogno	3
Clube de Investimentos Prosper Infinity	1
Clube de Investimentos Prosper Invest	1
Clube Primoinvest de Investimentos	1
Colheita Participações Ltda. Sheck CTVM Ltda.	6

Nome do acusado (Pessoa Jurídica)	Acusações
Comercial Asset Management Administração de Recursos S.A. Comercial S.A. CVC)	9
Construdino Engenharia e Construções Ltda.	2
CQJR DTVM Ltda.	1
Credit Suisse International	1
Credit Suisse Próprio Fundo de Investimentos em Ações	1
Credit Suisse Securities (USA) LLC	1
Cruzeiro do Sul CM Ltda.	3
Cruzeiro do Sul Corretora de Valores e Mercadorias	1
Cruzeiro do Sul S.A. DTVM	1
D & F Agentes Autônomos de Investimentos Sociedade Simples Ltda.	1
David Bensussan	2
DC Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários S.A. DC 1000 Consultoria Financeira Ltda.	4
Dias de Souza Valores SC Ltda.	3
Diferencial CTVM S.A.	3
Dimarco Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários S.A.	1
Dimarco Participações e Empreendimentos Ltda.	2
Divisa Factoring Ltda. Divisa Participações Ltda.	3
Dourada CCVM Ltda.	1
Dramd Participações e Administração Ltda.	1
Égide Corretora de Títulos e Valores Mobiliários Ltda.	1
Égide DTVM Ltda. EGEMP Gestão Patrimonial Ltda.	3
Ekika Empreendimentos e Participações S.A.	1
Eldorado Soc. Brasileira dos Passivos Trabalhistas Ltda.	1
Elite CCVM Ltda.	1
EMPASE – Empresa Argos de Segurança Ltda.	3
Empresa de Comunicação Calmaria Ltda.	1
Equipe S.A. Corretora de Valores	3
Equity CP FMIA	1
Equity Gestão de Recursos Ltda.	1
Esplanada Participações e Empreendimentos Turísticos Ltda.	1
Estratégia Investimentos S.A. CVC	5
Eucatex S.A. Indústria e Comércio	2
Exata 123 Participações S.A. Exata CTVM S.A.	6
Fair Corretora de Câmbio S.A.	4
Family Trust Clube de Investimentos	1
FAR Fator Administrador de Recursos Ltda.	1
Fator S.A. CV	3
Fibra DTVM Ltda.	2
Finabank CCTVM Ltda.	3
Finambrás CCTVM Ltda.	8
Float Participações S.A.	2
FLPM Participações Ltda.	1

Nome do acusado (Pessoa Jurídica)	Acusações
FMIA Dreyfus Brascan Seguridade Portfólio CL	3
Fonte Cindam S.A. CCV FC Administradora Ltda.	3
Forte S.A. CCTVM Ipanema S.A. CCTVM	3
Frangos e Bois Consultoria em Culinária Ltda. Agenda CCVM Ltda. Agenda DTVM Ltda.	17
Fundação Petrobras de Seguridade Social	1
GameX Securities CCVM Ltda. Millennium CCVM S.A	3
Geração CVM Ltda. Geração Participações Ltda.	3
Gestora de Recebíveis Tetto Habitação	1
Goldman, Sachs e Co.	1
Gradual CCTVM S.A.	1
Guaranhuns Empreendimentos, Intermediações e Participações S.C	3
Hedging-Griffo CV S.A.	2
Henvironmenth Sistema Ambientais S.S Ltda.	1
Hera Investment – Agentes Autônomos de Investimentos Ltda.	1
Hookipa Investments LLC	1
Improver International Fund Ltd	2
Incontrade – Empreendimentos e Participações Ltda.	1
Indusval International Bank Ltd.	2
Indusval S.A. CTVM	8
Infinity Asset Management Administração de Recursos Ltda.	1
Infinity CCTVM S.A.	1
Integral CTVM S.A. Integral Participações e Empreendimentos Ltda.	3
Intra S.A. CCV	6
Investidor Profissional Gestão de Recursos Ltda.	1
Invest-Rio DtvM Ltda.	1
Investware Tecnologia e Marketing S.C Ltda.	1
Itaqui Empreendimentos e Participações Ltda.	4
Itaú Corretora de Valores S.A.	3
J. R. Fagundes e Associados Ltda.	1
J.C. Penney Brasil Comercial Ltda. J.C. Penney Brasil Investimentos Ltda.	1
JHL DTVM	1
K.Y.W.S.P.E. Empreendimentos e Participações S.A.	1
Laeco Asset Management Ltda.	2
Laeta Participações Ltda.	4
Lake Shore Assessoria Empresarial S.C Ltda.	3
LN Participações Ltda.	3
Mahi Investments Limited	1
Majesty Fundo Mútuo de Investimentos em Ações – Carteira Livre	6
Marlin S.A. CCTVM	1
Matrix S.A. DTVM	1
Máxima Asset Management S.A.	3
Máxima CCVM Ltda. Banco Multistock S.A	2
Máxima Investimentos e Participações Ltda.	3

Nome do acusado (Pessoa Jurídica)	Acusações
Máxima S.A. DTVM Multistock. S.A. CCV Stock S.A. CCV	13
Maximizer International Bank S.A.	1
Meco Global Investment N.V. (sucessor de Meco Tatimba Investment N.V.)	3
MECO GLOBAL Investment N.V. (sucessora da Meco Tatimba Investment)	3
Mercatto Gestão de Recursos Ltda.	3
Mercobank Empreendimentos, Participações e Serviços Ltda. Mercobank S.A. CTVM	12
Merrill Lynch Capital Markets PLC	1
Merrill Lynch DtvM (atual Banco Merrill Lynch S.A)	1
Metynis Participações S.A.	1
Midas Empreendimentos Imobiliários Ltda.	1
Milbanco CCV S.A. Aurora Participação e Administração S.A.	2
Monte Claro Participações e Serviços S.A.	1
Montreal Assessoria, Consultoria e Planejamento S.C Ltda.	2
MTC do Brasil Participações Ltda.	1
Multicred CVC S.A.	1
Multipar Empreendimentos e Participações S.C Ltda.	2
Múltipla CVM S.A. (atual Múltipla CM Ltda)	3
Multiplic CVM S.A. (atual Múltipla CM Ltda)	3
Nominal DTVM Ltda.	1
Norsul CCVM S.A. Norsul Participações S.A.	6
Norsul Participações Ltda. Norsul CCVM Ltda.	9
Novação Asset Management Administradora de Recursos Ltda. Novação DTVM Ltda Novação CTVM. S.A.	11
Novinvest CVM Ltda.	11
Novinvest S.A. CVM	4
NPZ Mercantil Consultorias e Corretoras de Mercadorias Ltda.	1
Núcleo Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários Ltda.	1
Octaviano Zandonai e Cia Ltda.	1
Opção RN Corretora de Commodities Ltda.	1
Pacto CCVM Ltda.	1
Paiffer Management Ltda. – ME	1
Parinvest Consultoria e Participações Ltda.	1
Pax CVC Ltda.	1
Pecuária e Agricultura Agroeste Ltda.	1
Pelajo e Associados DTVM S.A.	1
Perfil Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários Ltda.	1
PFL Commodities S.C Ltda	1
Planner Corretora de Valores S.A.	3
Poolnet Sociedade Anônima	1
Portus Security Corretora de Mercadorias Ltda.	3
Prata Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários Ltda. (atual Prata Consultoria e Assessoria Empresarial Ltda)	1
Probank Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários Ltda.	2
PróFinância Participações Ltda.	1

Nome do acusado (Pessoa Jurídica)	Acusações
Prosper Adinvest – FIA	1
Prosper Gestão de Recursos S.A.	1
Prosper S.A. CVC	6
Prosper Toscana FIM	1
Quality CCTVM S.A. Infinity CCTVM S.A.	10
Quality Corretora de Mercadoria Ltda.	2
Quantia CCTVM Ltda. (atual Quantia DTVM Ltda)	3
Realty Investimentos, Participações e Empreendimentos Ltda.	3
Reginaldo Cordeiro Ventura Assessoria Comercial Ltda.	2
Renda Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários Ltda.	2
Rendicap CCTVM Ltda. (atual TECMEC Assessoria e Consultoria Ltda)	1
Rioinvest Consultoria, Empreendimentos e Participações Ltda.	1
Riopart Planejamento e Participações Ltda.	1
Riverdale Consultoria Ltda.	1
RMC S.A. Sociedade Corretora RMC S.A. DTVM	12
Safic CVC Ltda. Safic Participações S.A.	2
Safic Fundo de Investimentos Financeiro	2
Sandcastle Investments	2
Santa Clara Corretora de Mercadorias S.C. Ltda.	1
Santa Juliana Construções e Empreendimentos Ltda.	2
Santander Noroeste DTVM Ltda.	1
Santos CCV S.A.	3
São Paulo CV Ltda.	4
SAP – Sociedade Anônima de Administração, Participação e Engenharia	2
SB Franchi Consultoria Ltda.	1
Scalper's Fashion Câmbio Turismo e Viagens	1
Seller Corretora de Câmbio Títulos e Valores Mobiliários S.A. – Massa Falida	2
Senior Assessoria e Consultoria S.A. Senior CCVF Ltda.	9
Senso Corretora de Câmbio e Valores Mobiliários S.A.	1
Sequitur Importação, Exportação, Empreendimentos e Participações Ltda.	2
Serrainvest Factoring Fomento Mercantil Ltda.	1
Silva Braga Participações Ltda.	1
Síntese 60 FIF	3
Síntese Administrações de Recursos S.C. Ltda.	3
Síntese Basket FIF 60 (atual ORYX Savana Institucional FIF)	3
Síntese CL FMIA	3
Síntese Corretora de Mercadorias e Futuros Ltda.	3
Síntese FMIA (incorporado ao ORYX FIA, atual GRAU FIA)	3
Síntese S.A. Asset Management (ex-Síntese S.A. CV)	6
Síntese Virtual FIF 60	3
SLW Corretora de Valores e Cambio Ltda.	3
Socimer International Bank Ltd	3
Socopa - Sociedade Corretora Paulista S.A.	2

Nome do acusado (Pessoa Jurídica)	Acusações
Solidez CCTVM Ltda.	5
SP Assessoria e Participações S.C Ltda.	2
SP Assessoria Ltda.	3
Splice do Brasil Telecomunicações e Eletrônica S.A.	1
Stock Asset Management – Administração e Gestão de Recursos Ltda.	1
Stock Máxima Gold Fundo de Renda Fixa – CE	3
Stockolos Avendis EB – Empreendimentos, Intermediações e Participações S.C Ltda. Erste Banking Empreendimentos, Intermediações e Participações S.C Ltda.	4
Sudameris CCVM S.A. (atual ABN Amro Real CCVM S.A)	5
Sun Vision Consultoria e Participações Ltda.	1
Supra DTVM Ltda. (atual denominação de Supra CCVM Ltda)	2
Sürbank Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários Ltda.	1
Swap Comércio, Importação e Exportação Ltda.	2
Techold Participações S.A.	1
Tele Centro Oeste Celular Participações S.A.	1
Teletrust de Recebíveis S.A.	1
Telles Comercial e Corretora de Mercadorias Ltda.	1
The First Stock Equity Fund Limited	5
The Tudor Investment Company MultiPortfolio Fund Ltd.	3
Tiradentes Fundo de Investimentos em Participações	1
Título CV S.A. (ex-Título S.A. CCVM)	3
Trade Center Assessoria de Investimentos Ltda.	1
Tudor Investimento, Intermediação e Assessoria de Negócios S.C	3
Tumim Consultoria, Empreendimentos e Participações Ltda.	1
UM Investimentos S.A. CTVM (ex-Umuarama S.A. CTVM)	6
Unitas DTVM Ltda.	2
UTC Engenharia S.A.	1
Utilities Emerging Markets Fund LLC	1
Valor CCTVM Ltda.	1
VIC Indústria, Comércio, Importação e Exportação Ltda.	2
Vila Rica I Fundo de Investimentos em Participações	1
Vinci Equities Gestora de Recursos	1
Virtual Emerging Markets Investment Fund Ltd	3
Viscaya Cobranças e Intermediações Ltda.	3
Votoserv Empreendimentos e Participações Ltda.	3
Walburg Dillon Read CCVM S.A. (atual UBS CCVM S.A)	3
Walpires S.A. CCTVM	12
Worldtrust Bank Limited	2
Ya Global Investments BR, LLC.	1
Zhepar Participações Ltda.	1
Total	717
Total Geral	2.741

APÊNDICE D – Quantidade de acusações por tipo de pessoa e por infração (CVM)

Tipo de Pessoa	Infração 1	Infração 2	Infração 3	Infração 4	Infração 5	Total
Física	380	145	724	606	169	2024
Jurídica	152	67	253	206	39	717
Total	532	212	977	812	208	2741

Fonte: elaboração própria a partir da base de dados

APÊNDICE E – Quantidade de processos julgados por ano (CRSFN)

Anos	Processos (CRSFN)
2001	1
2002	9
2003	7
2004	10
2005	3
2006	7
2007	5
2008	11
2009	10
2010	11
2011	4
2012	5
2013	7
2014	10
2015	8
2016	11
2017	16
2018	13
2019	7
Total	155

Fonte: elaboração própria a partir da base de dados

APÊNDICE F – Quantidade de processos julgados por mês e ano (CRSFN)

Anos	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Total
2001						1							1
2002		1	1					3	2	1		1	9
2003		3	1						2	1			7
2004			1		1	2	1		2		1	2	10
2005		1		2									3
2006			1			1		2				3	7
2007			1	2					2				5
2008	1	1	1			3		1			3	1	11
2009	1		1	1	1	2		2	1	1			10
2010	2		2				3	1	1	2			11
2011				1		1	1	1					4
2012	1				1		1					2	5
2013	1	1					2		2		1		7
2014			1	1	1					4	3		10
2015	1	1	2		1		3						8
2016	1	1		1		1		3			2	2	11
2017		2		1	3	1	3	1	1	2		2	16
2018		1	5				1		1	2		3	13
2019			1	1			1	2	2				7
Total	8	12	18	10	8	12	16	16	16	13	10	16	155

Fonte: elaboração própria a partir da base de dados

APÊNDICE G – Relação de recorrentes por processo (CRSFN)

Processos (CRSFN)	Recorrentes	Tipo de Pessoa
3333	Banco do Brasil S.A.	Jurídica
3333	Francisco Carlos do Nascimento Pestana	Física
3333	Maria Auxiliadora de Souza Pestana	Física
3419	Bittencourt S.A. CTVC	Jurídica
3419	Jobernylson Prates Neves	Física
3419	Joubert Modesto da Silva Junior	Física
3419	Miguel Rodrigues Estevinha do Amaral Xavier	Física
3640	Banco de Investimentos Credit Suisse First Boston Garantia S.A.	Jurídica
3640	J.C. Penney Brasil Comercial Ltda. J.C. Penney Brasil Investimentos Ltda.	Jurídica
3640	Joni Emílio Kurgan	Física
3640	Roger Ian Wright	Física
3649	Kiyoshi Yoshikawa da Cunha	Física
3649	Sérgio Conrado Quintanilha de Sá	Física
3678	Antônio Roberto Bocalon	Física
3678	Baluarte S.A. Corretora de Títulos e Valores Mobiliários S.A.	Jurídica
3678	Eduardo Walter Kirschner	Física
3678	Fernando Luiz Nabuco de Abreu	Física
3678	Itaú Corretora de Valores S.A.	Jurídica
3678	Marco Antônio Siqueira	Física
3678	Rui Paranhos de Oliveira	Física
3692	Almir Maestri	Física
3692	Jorge Elias Bittar Filho	Física
3692	Márcio Müller	Física
3692	Oromar Magdalena Olivet	Física
3692	Sürbank Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários Ltda.	Jurídica
3692	Trade Center Assessoria de Investimentos Ltda.	Jurídica
3721	Francisco Eduardo Dourado de Sena	Física
3785	Elcio Antônio Bardeli	Física
3869	Álvaro da Costa Miragaya	Física
3869	Invest-Rio DtvM Ltda.	Jurídica
3869	Marcel Joaquim Migueis	Física
3875	Dimarco Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários S.A.	Jurídica
3875	Edgard Luiz Pinaud Filho	Física
3875	Ricardo Augusto de Saboya Henningsen	Física
3875	Wagner Domingues Costa	Física
3877	Frangos e Bois Consultoria em Culinária Ltda. AGENDA CCVM Ltda. Agenda DTVM Ltda.	Jurídica
3877	Luis Antônio Sales de Mello	Física
3878	Fábio Muniz do Amaral	Física
3878	Marco Antônio Siqueira	Física
3878	Paulo Ribeiro Júnior	Física

Processos (CRSFN)	Recorrentes	Tipo de Pessoa
3878	Renda Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários Ltda.	Jurídica
4019	Rogério Gomes	Física
4019	Walpires S.A. CCTVM	Física
4049	Bolsa de Valores do Rio de Janeiro	Jurídica
4049	Sérgio Luiz Berardi	Física
4057	Antônio Luiz Fadul	Física
4057	Cléo Citrângulo Filippi Jr.	Física
4057	Maria de Fátima Costa Brazão	Física
4131	Adelcio Victor e Albuquerque	Física
4131	Banco GNPP	Jurídica
4131	Denizar Azevedo	Física
4131	Fernando Antônio Nuñez	Física
4142	Alberto Barroso Filho	Física
4142	CQJR DTVM Ltda.	Jurídica
4142	Sérgio Augusto Bastos Limoeiro	Física
4244	André do Espírito Santo	Física
4244	Banco Votorantim S.A.	Jurídica
4244	Evaldo Darcy Ehlke	Física
4244	Fabiano de Castro Raul	Física
4244	Fábio Barreto Nahoun	Física
4244	Frangos e Bois Consultoria em Culinária Ltda. Agenda CCVM Ltda. Agenda DTVM Ltda.	Jurídica
4244	Guilherme Queiroz Siepmann	Física
4244	Ibrahim Borges Filho	Física
4244	João Carlos Alves Barbosa	Física
4244	Jorge Moreira Cabral	Física
4244	Júlio Cezar Ferraz Muzzi	Física
4244	Luiz Fernando Alves Cruz	Física
4244	Ronaldo Ganon	Física
4244	Sírio Pinheiro da Silva	Física
4287	Armando de Oliveira Pires	Física
4287	Armando de Oliveira Pires Filho	Física
4287	Cecília de Oliveira Pires	Física
4287	José Roberto Latréquia	Física
4287	Marcelo Pizzo Lippelt	Física
4287	Paulo Sérgio Freitas Santos	Física
4287	SP Assessoria Ltda.	Jurídica
4287	Walpires S.A. CCTVM	Física
4321	Adelson Gomes Barreiros	Física
4321	Atlantis S.A. CCTVM	Jurídica
4321	DC Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários S.A. DC 1000 Consultoria Financeira Ltda.	Jurídica
4321	Fernando Martins Valverde	Física
4321	Jorge Álvaro Satilho Miranda	Física

Processos (CRSFN)	Recorrentes	Tipo de Pessoa
4321	José Pedro Mendes da Cruz	Física
4321	Luiz Roberto de Souza Sampaio	Física
4321	Mauro Sérgio Paixão da Silva	Física
4321	Milton José Gomes	Física
4321	Paulino Campos Fernandes Basto	Física
4321	Probank Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários Ltda.	Jurídica
4321	Reginaldo Cordeiro Ventura	Física
4321	Reginaldo Cordeiro Ventura Assessoria Comercial Ltda.	Jurídica
4321	Ronaldo Damião Paes Ferreira	Física
4343	Fábio Pagliuso	Física
4343	Marilze Terezinha Andriguetti Guidorzi	Física
4730	BH DTVM Ltda.	Jurídica
4730	Business Commodities Corretora Mercantil Ltda.	Jurídica
4730	Fernando de Faria Resende	Física
4780	Alberto Ribeiro Güth	Física
4780	Christiano Guimarães Fonseca Filho	Física
4780	Investidor Profissional Gestão de Recursos Ltda.	Jurídica
4780	José Ricardo Mendes da Silva	Física
4819	Armando de Oliveira Pires	Física
4819	Carlos Campanhã	Física
4819	Roberto Siguer Nambu	Física
4819	SP Assessoria e Participações S.C Ltda.	Jurídica
4819	Walpires S.A. CCTVM	Física
5039	Ciro Orenstein Ribeiro Tourinho	Física
5116	Midas Empreendimentos Imobiliários Ltda.	Jurídica
5116	Roberto Seraphim Telles	Física
5278	André Luiz Ferro de Oliveira	Física
5278	Float Participações S.A.	Jurídica
5278	Jeferson de Deus Soares Brant	Física
5278	Márcio Elison Ferreira Dos Reis	Física
5278	Meri Calil Daher	Física
5278	Nelson Sebastião de Almeida	Física
5278	Paulo Roberto Prette	Física
5426	José Geraldo Sanábio	Física
5426	Mercobank Empreendimentos, Participações e Serviços Ltda. Mercobank S.A. CTVM	Jurídica
5441	Antônio Augusto Corrêa Ribeiro	Física
5441	Pacto CCVM Ltda.	Jurídica
5532	Gilmar Neves Iendrick	Física
5591	Adelcyr Alves da Silva	Física
5591	Americainvest CCTVM Ltda.	Jurídica
5591	Eduardo de Souza Santos Neto	Física
5591	Luciano André Henrique Dias	Física

Processos (CRSFN)	Recorrentes	Tipo de Pessoa
5591	Luiz Kleber Hollinger da Silva	Física
5632	Carlos Henrique Novaes de Brito e Silva	Física
5632	Jeferson de Deus Soares Brant	Física
5632	José Geraldo Sanábio	Física
5632	Márcio Elison Ferreira Dos Reis	Física
5632	Mercobank Empreendimentos, Participações e Serviços Ltda. Mercobank S.A. CTVM	Jurídica
5632	Roberto Neves Rodrigues	Física
5957	Adolpho Ribeiro Neto	Física
6065	Banco Santander Brasil S.A.	Jurídica
6065	Santander Noroeste DTVM Ltda.	Jurídica
6180	Carlos Henrique Novaes de Brito e Silva	Física
6180	José Carvelo Xavier Júnior	Física
6180	José Geraldo Sanábio	Física
6180	Leandro Porto Gadelha	Física
6180	Mercobank Empreendimentos, Participações e Serviços Ltda. Mercobank S.A. CTVM	Jurídica
6187	Valdevino Ribeiro dos Santos	Física
6197	Ailton José Braga Domingues	Física
6197	Aluizio de Oliveira Menho	Física
6197	Bueno e Martins Ltda.	Jurídica
6197	Hélio Eduardo Leite Mesquita	Física
6197	Jair Fabrício Salles Caet	Física
6197	Luís Antônio Albuquerque Lessi	Física
6197	Milbanco CCV S.A. Aurora Participação e Administração S.A.	Jurídica
6197	Sérgio Eduardo Leite Mesquita	Física
6352	Angenor Sampaio da Silva	Física
7355	Carlos Alberto da Silva Barcelos	Física
7355	Cepar Consultoria, Empreendimentos e Participações Ltda.	Jurídica
7355	José Antônio Marchesini	Física
7355	José de Ribamar Oliveira Costa	Física
7355	Luiz Henrique Monteiro dos Santos	Física
7355	Multicred CVC S.A.	Jurídica
7355	Olimpio Pinto Diniz	Física
7355	Virgílio Maurício Quintanilha Filho	Física
7359	Daniel Benasayag Birmann	Física
7361	Aleixo Buzzi	Física
7361	Elaine Cristina de Oliveira	Física
7361	Rita Isabel Rocha	Física
7703	Alexandre Henrique de Freitas	Física
7703	Heitor Alexandre Pereira Reis	Física
7703	Henrique Freihofer Molinari	Física
7703	Ricardo de Camargo Cavalieri	Física
7703	RMC S.A. Sociedade Corretora RMC S.A. DTVM	Jurídica

Processos (CRSFN)	Recorrentes	Tipo de Pessoa
7703	Síntese S.A. Asset Management (ex-Síntese S.A. CV)	Jurídica
8253	FAR Fator Administrador de Recursos Ltda.	Jurídica
8253	Walter Appel	Física
8254	Ação S.A. CVC (atual Ação Partic. S.A.)	Jurídica
8254	Antônio Fernando Oliveira Castro	Física
8254	City CCVM Ltda. City Empreendimentos e Serviços Ltda.	Jurídica
8254	David de Macedo Sanzana	Física
8254	Féres José	Física
8254	Francis de Souza Dantas Forbes	Física
8254	Hermes Moura de Figueiredo	Física
8254	Inácio Fradique Moretti Santana	Física
8254	Itaqui Empreendimentos e Participações Ltda.	Jurídica
8254	José Duclerc Moretti Santana	Física
8254	Júlio César Quito Pinto	Física
8254	Paulo Antônio Fontenelle Reis	Física
8254	Sérgio Carlos de Godoy Hidalgo	Física
8543	Eliana Maria Marques Carvalho	Física
8543	Hélio Vieira Júnior	Física
8543	Irene de Almeida	Física
8543	José Roberto Peake Braga	Física
8543	Paulo Antônio Dias Menezes	Física
8550	Banco Boavista Interatlântico	Jurídica
8550	Carlos Alberto Villafuerte Oyola	Física
8550	Danton de Magalhães Galvão	Física
9058	Antônio Carlos Damasceno de Pinho	Física
9058	Antônio Carlos Mendes Barbosa	Física
9058	Fabio Lotaif	Física
9058	Nelson Telles de Almeida Santos	Física
9058	Telles Comercial e Corretora de Mercadorias Ltda.	Jurídica
9201	Geraldo José de Negreiros	Física
9540	Henrique Malta Smaal	Física
9592	Anderson Gattis	Física
9602	Raimundo Nonato Diniz Rodrigues	Física
9634	Arjel DTVM Ltda.	Jurídica
9634	Augusto César Falcão de Queiroz	Física
9634	David Jesus Gil Fernandez	Física
9634	Marcos César de Cássio Lima	Física
9634	Quality Corretora de Mercadoria Ltda.	Jurídica
9637	Antônio Manuel de Carvalho Baptista Vieira	Física
9637	Maurício Pereira dos Santos	Física
9637	Portus Security Corretora de Mercadorias Ltda.	Jurídica
9703	Arthur Joaquim de Carvalho	Física
10979	Carlos Augusto Coelho Branco	Física

Processos (CRSFN)	Recorrentes	Tipo de Pessoa
11056	ANFA Empreendimentos e Engenharia Ltda.	Jurídica
11056	Anna Luiza Bernecker de Vasconcellos	Física
11056	Antônio de Pádua Coimbra Tavares Pais	Física
11056	Maria Cristina Vidal Tavares Pais	Física
11056	SAP – Sociedade Anônima de Administração, Participação e Engenharia	Jurídica
11056	Sérgio Gomes de Vasconcellos	Física
11143	Renato Borgmann Severo de Miranda	Física
11148	Marcos Maurício da Silva	Física
11148	Nivaldo dos Santos Fuzetto	Física
11148	Núcleo Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários Ltda.	Jurídica
11148	Pedro Francisco Lanera	Física
11170	Antônio Marcelo Manfredo Guedes Barbosa	Física
11170	Bruno Krishna de Barros	Física
11212	Incontrade – Empreendimentos e Participações Ltda.	Jurídica
11212	Jorge Fernandes Bragança	Física
11422	Cláudio da Silva Barreto	Física
11422	Jane da Silva Barreto	Física
11422	José Carlos de Oliveira Soares	Física
11609	Alexandre Randon	Física
11609	Astor Milton Schmitt	Física
11609	Daniel Raul Randon	Física
11609	Dramd Participações e Administração Ltda.	Jurídica
11609	Erino Tonon	Física
11609	Nilva Therezinha Randon	Física
11609	Raul Anselmo Randon	Física
11612	Finambrás CCTVM Ltda.	Jurídica
11612	Flávio Maluf	Física
11612	Jorge Ribeiro dos Santos	Física
11612	Luiz Felipe Mursa de Sampaio Doria	Física
11612	São Paulo CV Ltda.	Jurídica
11746	José Roberto Latréquia	Física
11746	SP Assessoria e Participações S.C Ltda.	Jurídica
12042	Luiz Gonzaga Murat Junior	Física
12353	Araldo Alexandre Marcondes de Souza	Física
12358	Daniel Benasayag Birmann	Física
12358	Edivan Pinheiro Viegas	Física
12358	Empresa de Comunicação Calmaria Ltda.	Jurídica
12358	Luiz Alves Paes de Barros	Física
12358	Luiz Carlos Pires de Araújo	Física
12756	Claus Buckmann Cardoso de Mello	Física
12756	Guilhermo Davies	Física
12756	Jorge Davies	Física

Processos (CRSFN)	Recorrentes	Tipo de Pessoa
12756	José Henrique Secco Peixoto	Física
12756	Lucio Henrique Ledo Gomes	Física
12756	Rogério Rodriguez Almeida	Física
12805	Arthur Mario Pinheiro Machado	Física
12805	Eneo Medeiros Soares de Araújo	Física
12805	Marcelo Roberto de Freitas Velloso	Física
12805	Newton Godinho Junior	Física
13263	Dimarco Participações e Empreendimentos Ltda.	Jurídica
13263	Fernando José Pedroso Almendra	Física
13264	Credit Suisse International	Jurídica
13264	Credit Suisse Próprio Fundo de Investimentos em Ações	Jurídica
13274	Atrium Administração e Serviços Ltda.	Jurídica
13274	Atrium CCTVM Ltda. Atrium DTVM S.A)	Jurídica
13274	Marco Antônio Fiori	Física
13274	Mario Sergio Nunes da Costa	Física
13285	Brigadeiro S.A. Participações Ipanema S.A. Corretora de Mercadorias	Jurídica
13285	Forte S.A. CCTVM Ipanema S.A. CCTVM	Jurídica
13311	Marcos José Santos Meira	Física
13329	Domenico Vommaro	Física
13329	Marcos Pizarro Mello Ourivio	Física
13329	UM Investimentos S.A. CTVM (ex-Umuarama S.A. CTVM)	Jurídica
13356	Domenico Vommaro	Física
13356	Fábio de Lima Pereira	Física
13356	José Carlos Leonardo Goulart	Física
13356	Luiz Claudio Pereira Gomes	Física
13356	Márcio Moreira Serr	Física
13356	Robert de Souza Baptista	Física
13356	UM Investimentos S.A. CTVM (ex-Umuarama S.A. CTVM)	Jurídica
13415	Luciano Decourt	Física
13415	Maria Elizabeth Decourt	Física
13422	Alberto Stringhini	Física
13422	Alberto Zuzzi	Física
13422	Clube Primoinvest de Investimentos	Jurídica
13422	Daniel Antunes de Azevedo	Física
13422	Elvio de Oliveira Flores	Física
13422	Family Trust Clube de Investimentos	Jurídica
13422	Hugo Saito	Física
13422	Juliano Zandonai	Física
13422	Octaviano Zandonai	Física
13422	Octaviano Zandonai e Cia Ltda.	Jurídica
13453	Bruno Grain de Oliveira Rodrigues	Física
13453	Carlos Eduardo Carneiro Lemos	Física
13453	Cristiano Costa Beber	Física

Processos (CRSFN)	Recorrentes	Tipo de Pessoa
13453	David Jesus Gil Fernandez	Física
13453	Gayle Rozane Guilherme Mendes Lemos	Física
13453	Marcos César de Cássio Lima	Física
13453	Quality CCTVM S.A. Infinity CCTVM S.A.	Jurídica
13453	Ricardo Chagas Cruz	Física
13622	Célio Antônio da Silva	Física
13622	Chao En Ming	Física
13622	Investware Tecnologia e Marketing S.C Ltda.	Jurídica
13622	Solidez CCTVM Ltda.	Jurídica
13727	Acilio Alves Borges Júnior	Física
13727	Carlos Alberto Neves de Queiroz	Física
13727	Carlos Ernesto Bohn	Física
13727	Cesar Portella Santos	Física
13727	Clóvis Souto Wanderley Filho	Física
13727	Elizabeth Ferreira Otoni de Azevedo	Física
13727	Leonardo Ramos Ribeiro	Física
13727	Lygia Anastasia Ramos	Física
13727	Pedro Stenzel Brasili da Costa	Física
13727	Ricardo de Azevedo Marques Bellens	Física
13727	Serrainvest Factoring Fomento Mercantil Ltda.	Jurídica
13869	Alexandre Graever	Física
13869	Reinaldo Zakalski da Silva	Física
13873	André de Barros Mello	Física
13873	Nestor Rabello Sampaio Sobrinho	Física
13873	Paulo Roberto Di Antônio Brochado	Física
13873	Pedro Paulo Veronesi Brochado	Física
13905	Mario Ohzeki	Física
13935	Rafael Palladino	Física
14035	Antônio Peixoto Cherem	Física
14035	C&D DTVM S.A.	Jurídica
14048	Cruzeiro do Sul Corretora de Valores e Mercadorias	Jurídica
14048	Felipe Neira Lauand	Física
14048	Fernando Luiz Martins Perroni Filho	Física
14048	Luis Felipe Índio da Costa	Física
14048	Marcello Garbes Rodrigues	Física
14086	Eduardo Mossé	Física
14086	Marcus Meyhoras de Freitas	Física
14097	Arouch Invest Empreendimentos e Serviços S.C Ltda.	Jurídica
14097	Ellen Cristiane da Silva Pereira	Física
14097	Luiz Ildefonso Augusto da Silva	Física
14164	Angela Nerly Pereira	Física
14164	Cristiano Motta Cruz	Física
14164	Fernando Alves de Oliveira	Física

Processos (CRSFN)	Recorrentes	Tipo de Pessoa
14182	Guilherme Colonna Rosman	Física
14211	Marco Antônio Moura de Castro	Física
14222	Marcelo Impellizieri de Moraes Bastos	Física
14222	Metynis Participações S.A.	Jurídica
14223	Gradual CCTVM S.A.	Jurídica
14223	João Marcos Cintra Gordinho	Física
14230	Luis Roberto Correa Reche	Física
14260	Héquel Pampuri Osório	Física
14404	Antônio Luiz de Mello e Souza	Física
14404	ASM Administradora de Recursos Ltda.	Jurídica
14404	ASM Asset Management DTVM S.A.	Jurídica
14404	Eduardo Jorge Charme Saad	Física
14404	Estratégia Investimentos S.A. CVC	Jurídica
14404	Fernando Salles Teixeira de Mello	Física
14404	Gestora de Recebíveis Tetto Habitação	Jurídica
14404	José de Vasconcellos e Silva	Física
14404	Sergio Luiz Vieira Machado de Mattos	Física
14428	A. S. Consultoria Imobiliária Ltda.	Jurídica
14428	Guilherme Geraldo Rylko	Física
14428	Hera Investment – Agentes Autônomos de Investimentos Ltda.	Jurídica
14428	Marcelo Rocha Uva	Física
14428	Nicholas Stephan Moraes Barbarisi	Física
14428	Rodnei Atilio Riscali	Física
14432	Fundação Petrobras de Seguridade Social	Jurídica
14448	Othniel Rodrigues Lopes	Física
14449	Vinci Equities Gestora de Recursos	Jurídica
14486	José Martins Pereira	Física
14486	José Roberto Amorielo	Física
14486	Oriel Campos Leite	Física
10372.000123/2017-22	Antônio Carlos Sobreira de Agostini	Física
10372.000123/2017-22	John Milne Albuquerque Forman	Física
10372.100001/2018-16	Eike Fuhrken Batista	Física
10372.100009/2018-82	Ailton Amaral Santos	Física
10372.100009/2018-82	Angá Administração de Recursos Ltda.	Jurídica
10372.100009/2018-82	Fernando Sérgio Rocha Nascimento	Física
10372.100009/2018-82	Frederico de Souza Lima	Física
10372.100009/2018-82	Marco Antônio Bernardi	Física

Processos (CRSFN)	Recorrentes	Tipo de Pessoa
10372.100020/2019-23	Marcus da Cruz Berquo Ururahy	Física
10372.100061/2018-39	Fabrizio Dulcetti Neves	Física
10372.100125/2018-00	Celso Brandão Knoedt	Física
10372.100146/2017-36	Cell Participações e Administração Ltda.	Jurídica
10372.100146/2017-36	Frederico Kuehnrich Neto	Física
10372.100146/2017-36	Luis Frederico Kuehnrich	Física
10372.100146/2017-36	Luiz Fernando Brandt	Física
10372.100146/2017-36	Marcello Stewers	Física
10372.100146/2017-36	Mario John	Física
10372.100146/2017-36	Monte Claro Participações e Serviços S.A.	Jurídica
10372.100146/2017-36	Rolf Kuehnrich	Física
10372.100205/2017-76	Mario Calfat Neto	Física
10372.100292/2017-61	Frank Zietolie	Física
10372.100292/2017-61	Juvenil Antônio Zietolie	Física
10372.100310/2017-13	Rafael Ferri	Física
10372.100321/2018-76	Alexandre Zattar Ferreira	Física
10372.100321/2018-76	Renato Ramos Ferreira	Física
10372.100321/2018-76	Renato Ramos Ferreira Filho	Física
10372.100449/2018-30	Antônio Geraldo da Rocha	Física
10372.100449/2018-30	Marcos Antônio da Silva Orofino	Física
10372.100449/2018-30	Stock Asset Management – Administração e Gestão de Recursos Ltda.	Jurídica

APÊNDICE H – Relação de recorridos por processo (CRSFN)

Processo CRSFN	Recorridos	Tipo de Pessoa
3333	Alfredo Egydio Setúbal	Física
3333	Banco Itaú S.A.	Jurídica
3333	Carlos José Coelho	Física
3333	Eduardo Walter Kirschner	Física
3333	Gilson Nunes Augusto	Física
3333	Indusval S.A. CTVM	Jurídica
3333	Itaú Corretora de Valores S.A.	Jurídica
3333	Luiz Carlos Moreira Lima	Física
3333	Luiz Masagão Ribeiro	Física
3333	Pax CVC Ltda.	Jurídica
3435	Alexandre Koch Torres de Assis	Física
3435	Citibank DtvM S.A.	Jurídica
3435	Merrill Lynch Capital Markets PLC	Jurídica
3435	Merrill Lynch DtvM (atual Banco Merrill Lynch S.A)	Jurídica
3435	Orestes Alves de Almeida Prado	Física
3649	DC Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários S.A. DC 1000 Consultoria Financeira Ltda.	Jurídica
3649	Itaú Corretora de Valores S.A.	Jurídica
3649	Luiz Roberto de Souza Sampaio	Física
3649	Renato Rodrigues Ornelas	Física
3721	Armando Tavares Jotta	Física
3721	Boris Galperin	Física
3785	Jackson Pereira	Física
3785	Rendicap CCTVM Ltda. (atual TECMEC Assessoria e Consultoria Ltda)	Jurídica
3875	Eugênio César Timm Menescal Conde	Física
3875	Luiz Octavio Duarte Rosa	Física
3877	Antônio Carlos de Azeredo Coutinho	Física
3877	City CCVM Ltda. City Empreendimentos e Serviços Ltda.	Jurídica
3877	Frangos e Bois Consultoria em Culinária Ltda. AGENDA CCVM Ltda. Agenda DTVM Ltda.	Jurídica
3877	João Cláudio Rodrigues Vital	Física
3877	Jorge Moreira Cabral	Física
3877	Luis Antônio Sales de Mello	Física
3877	Paulo Antônio Fontenelle Reis	Física
3878	Carlos Ciampolini	Física
3878	Indusval S.A. CTVM	Jurídica
3878	Paulo Ribeiro Júnior	Física
3878	Renda Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários Ltda.	Jurídica
3963	Benedito Aparecido Carraro	Física
3963	Dimas Luis Rodrigues da Costa	Física
3963	Firmino Ferreira Sampaio Neto	Física
3963	Gamaliel Herva	Física

Processo CRSFN	Recorridos	Tipo de Pessoa
3963	Joaquim Affonso Mac Dowell Leite de Castro	Física
3963	José Calasans Júnior	Física
3963	José Eudes Freitas	Física
3963	José Gustavo de Souza Costa	Física
3963	Júlio César de Araújo Nogueira	Física
3963	Luiz Fernando Faria de Azevedo	Física
3963	Luiz Vianna Neto	Física
3963	Norberto de Franco Medeiros	Física
3963	Paulo Roberto Ribeiro Pinto	Física
3963	Xisto Vieira Filho	Física
4019	Armando de Oliveira Pires	Física
4019	Sérgio Ferreira Pires	Física
4049	Ação S.A. CVC (atual Ação Partic. S.A.)	Jurídica
4049	Carmenlucia Carvalho Lopes	Física
4049	Féres José	Física
4049	Mário Gonzalez Filho	Física
4195	André Roberto Jakurski	Física
4195	Ciro Carneiro Hasslocher	Física
4195	Otávio Ângelo da Veiga Neto	Física
4195	PróFinância Participações Ltda.	Jurídica
4244	Álvaro Emílio Kelmen de Andrade	Física
4244	Antônio Rodrigues Moreira	Física
4244	Ari Silvio de Santana	Física
4244	Banco Vetor S.A.	Jurídica
4244	Elpídio Cannabrava	Física
4244	Fábio Barreto Nahoun	Física
4244	Francisco José Pereira Picanço	Física
4244	Gilberto Duarte do Prado	Física
4244	Heitor Alexandre Pereira Reis	Física
4244	Henrique Domingues Neto	Física
4244	Jeferson de Deus Soares Brant	Física
4244	João Giberto Ballatala Rossi	Física
4244	João Leite Neto	Física
4244	Jorge Elias Bittar Filho	Física
4244	Jorge Wilson Caserta de Aguiar	Física
4244	José Augusto Dumont	Física
4244	José de Souza Teixeira	Física
4244	José Francisco da Silva	Física
4244	Júlio Cesar Alves Vieira	Física
4244	Márcio Elison Ferreira Dos Reis	Física
4244	Marcos André Prandi	Física
4244	Pedro Eduardo de Oliveira Silva Neto	Física
4244	Pedro Felipe Borges	Física

Processo CRSFN	Recorridos	Tipo de Pessoa
4244	Pedro Luiz Leite Mazonave	Física
4244	Ricardo Fernandez Silva	Física
4244	Ronaldo Ganon	Física
4244	Ronaldo Smith Lisboa	Física
4244	Sebastião Pereira Cerqueira	Física
4244	Sérgio Faria Lemos da Fonseca Júnior	Física
4287	Amaury Mendes Freire	Física
4287	Armando de Oliveira Pires	Física
4287	Armando de Oliveira Pires Filho	Física
4287	Cecília de Oliveira Pires	Física
4287	Irapuan Franco de Mendonça	Física
4287	José Oswaldo Morales	Física
4287	José Roberto Latréquia	Física
4287	Marcelo Pizzo Lippelt	Física
4287	Novinvest S.A. CVM	Jurídica
4287	Paulo Sérgio Freitas Santos	Física
4287	Sérgio Ferreira Pires	Física
4287	SP Assessoria Ltda.	Jurídica
4287	Sueli Ferreira Pires	Física
4287	Tassio Dutra e Silva	Física
4287	Walpires S.A. CCTVM	Física
4819	José Roberto Latréquia	Física
5426	José Geraldo Sanábio	Física
5426	Mercobank Empreendimentos, Participações e Serviços Ltda. Mercobank S.A. CTVM	Jurídica
5532	Edson Lucena do Amaral	Física
5596	Mário Celso Coutinho de S. Dias	Física
5596	Senso Corretora de Câmbio e Valores Mobiliários S.A.	Jurídica
5632	Carlos Henrique Novaes de Brito e Silva	Física
5632	Jeferson de Deus Soares Brant	Física
5632	José Geraldo Sanábio	Física
5632	Márcio Elison Ferreira Dos Reis	Física
5632	Mercobank Empreendimentos, Participações e Serviços Ltda. Mercobank S.A. CTVM	Jurídica
5632	Roberto Neves Rodrigues	Física
5746	Luiz Eduardo Simões Lopes	Física
5746	Marlin S.A. CCTVM	Jurídica
6065	Gustavo Adolfo Funcia Murgel	Física
6065	Mario Gomes Toros	Física
6075	José Eduardo D'Alcântara Oliveira	Física
6075	Ronner Gontijo	Física
6187	Égide Corretora de Títulos e Valores Mobiliários Ltda.	Jurídica
6187	Francisco de Paula Elias Filho	Física
6197	Ailton José Braga Domingues	Física

Processo CRSFN	Recorridos	Tipo de Pessoa
6197	Alberto Baquit	Física
6197	Aluízio de Oliveira Menho	Física
6197	Banco Fibra S.A.	Jurídica
6197	Banton Holding Inc.	Jurídica
6197	Bueno e Martins Ltda.	Jurídica
6197	Clube de Investimentos Fibra	Jurídica
6197	Esplanada Participações e Empreendimentos Turísticos Ltda.	Jurídica
6197	Fibra DTVM Ltda.	Jurídica
6197	Hélio Eduardo Leite Mesquita	Física
6197	Improver International Fund Ltd	Jurídica
6197	Jair Fabrício Salles Caet	Física
6197	Luís Antônio Albuquerque Lessi	Física
6197	Luiz Carlos Caser	Física
6197	Milbanco CCV S.A. Aurora Participação e Administração S.A.	Jurídica
6197	Noercy Júlio Krauspenhar	Física
6197	Sérgio Eduardo Leite Mesquita	Física
6352	José Geraldo Sanábio	Física
6352	Mercobank Empreendimentos, Participações e Serviços Ltda. Mercobank S.A. CTVM	Jurídica
7355	Elias de Souza	Física
7355	José Carlos Neves de Mattos	Física
7355	Luiz Cleber Soares Gomes	Física
7355	Regina Célia Monteiro dos Santos	Física
7355	Tumim Consultoria, Empreendimentos e Participações Ltda.	Jurídica
7359	Daniel Benasayag Birmann	Física
7359	Gustavo Almeida Magalhães	Física
7359	Roberto Terziani	Física
7361	Aleixo Buzzi	Física
7361	Eugênio Kirchner	Física
7361	Lourival Poffo	Física
7361	Sylvio Carlos Sobrosa Rocha	Física
7703	Agente CCTVM Ltda. Clicktrade CCTVM S.A.	Jurídica
7703	Agropastoril RICCI Ltda.	Jurídica
7703	Alexandre Henrique de Freitas	Física
7703	Banco Multiplic S.A.	Jurídica
7703	David Bensussan	Física
7703	Finambrás CCTVM Ltda.	Jurídica
7703	Heitor Alexandre Pereira Reis	Física
7703	Henrique Freihofer Molinari	Física
7703	Joacyr Reynaldo	Física
7703	Meco Global Investment N.V. (sucessor de Meco Tatimba Investment N.V.)	Jurídica
7703	Norsul CCVM S.A. Norsul Participações S.A.	Jurídica
7703	Ricardo Alberto Sánchez Pagola	Física

Processo CRSFN	Recorridos	Tipo de Pessoa
7703	Ricardo de Camargo Cavalieri	Física
7703	Ricardo Ossaille	Física
7703	RMC S.A. Sociedade Corretora RMC S.A. DTVM	Jurídica
7703	Roberto de Castro Visnevski	Física
7703	Síntese S.A. Asset Management (ex-Síntese S.A. CV)	Jurídica
7703	Socimer International Bank Ltd	Jurídica
7703	Virtual Emerging Markets Investment Fund Ltd	Jurídica
8250	Niraldo Evaristo Nogueira	Física
8254	André Luiz Meirelles de Figueiredo	Física
8254	Homero Amaral Júnior	Física
8254	João Carlos Laurentino de Souza	Física
8254	Marco Antônio Siqueira	Física
8254	Paulo Mário Pereira de Mello	Física
8254	Roberto da Silva Ferreira	Física
8254	Socopa - Sociedade Corretora Paulista S.A.	Jurídica
8543	Daltro Muniz Ferreira Lima	Física
8543	Dilma Gomes Saraiva Novaes	Física
8543	José Roberto Peake Braga Júnior	Física
8543	Maria Izabel Dias Menezes	Física
8544	Carlos Alberto Biasi Fleck	Física
8544	Carlos Roberto Corá	Física
8544	Celso Assis Borges	Física
8544	Guilherme Bernardes Mazuhy	Física
8544	José Carlos Santana Dias	Física
8544	Marco Aurélio Boff Coelho	Física
8544	Ricardo Luiz Robini Pinto	Física
8548	Antenor Barbosa Lima	Física
8548	Eliezer Domingues Lima	Física
8548	Gilson Braga Júnior	Física
8548	René Fleury Chiletto	Física
8548	Rioinvest Consultoria, Empreendimentos e Participações Ltda.	Jurídica
8548	Riopart Planejamento e Participações Ltda.	Jurídica
8548	Sônia Marly Lauton Ignácio	Física
8550	Ângelo Romano	Física
8550	Antônio Borges Leal Castello Branco	Física
8550	BES – Securities do Brasil S.A. CCVM	Jurídica
8550	Boavista S.A. DTVM	Jurídica
8550	Fernando Mendes Pedroso	Física
8550	José Alfredo Lamy	Física
8550	Marcos Jacobina Borges	Física
8550	Mário Hilário Goettems	Física
8550	Nelson Passaroff	Física
9058	Adilson Florêncio da Costa	Física

Processo CRSFN	Recorridos	Tipo de Pessoa
9058	Heitor Alexandre Pereira Reis	Física
9058	José de Souza Teixeira	Física
9225	Antônio Aparecido Gomes	Física
9225	Cheyenne Nunes Baptista	Física
9225	Hilário Ruy Caobelli	Física
9225	J. R. Fagundes e Associados Ltda.	Jurídica
9225	José Roberto Rohnelt Fagundes	Física
9225	Luís Cláudio Pinheiro	Física
9254	Banco BBA Creditanstalt S.A. (atual Banco Itaú-BBA S.A.)	Jurídica
9254	José de Menezes Berenguer Neto	Física
9428	Aldo Floris	Física
9428	Aminadabe Andrade Luz	Física
9428	Antônio Carlos Braga Lemgruber	Física
9428	Dryel Menacker Sagueiro	Física
9428	Jean Bardawil Filho	Física
9428	Lauro Alberto de Luca	Física
9550	Ana Lúcia	Física
9550	Antônio Wagner Pará de Moura	Física
9550	Irahy Carneiro de Faria Júnior	Física
9550	Marley Almeida Alves Marley Machado de Almeida	Física
9550	Sequitur Importação, Exportação, Empreendimentos e Participações Ltda.	Jurídica
9602	Rodolfo de Castro Neto	Física
9634	André Albino	Física
9634	Arjel DTVM Ltda.	Jurídica
9634	Augusto César Falcão de Queiroz	Física
9634	Construdino Engenharia e Construções Ltda.	Jurídica
9634	David Jesus Gil Fernandez	Física
9634	Eduardo Casseb	Física
9634	Gilberto Rodrigues Gonçalves	Física
9634	Homero Refanelli de Alcântara Silveira	Física
9634	Marcos César de Cássio Lima	Física
9634	Maurício Feferman	Física
9634	Montreal Assessoria, Consultoria e Planejamento S.C Ltda.	Jurídica
9634	Multipar Empreendimentos e Participações S.C Ltda.	Jurídica
9634	Quality Corretora de Mercadoria Ltda.	Jurídica
9634	Samir Assad	Física
9634	Santa Juliana Construções e Empreendimentos Ltda.	Jurídica
9634	Swap Comércio, Importação e Exportação Ltda.	Jurídica
9634	VIC Indústria, Comércio, Importação e Exportação Ltda.	Jurídica
9637	Alex José Correia	Física
9637	André Luiz Meirelles de Figueiredo	Física
9637	Antônio Manuel de Carvalho Baptista Vieira	Física
9637	Maurício Pereira dos Santos	Física

Processo CRSFN	Recorridos	Tipo de Pessoa
9637	Portus Security Corretora de Mercadorias Ltda.	Jurídica
9637	Ricardo Afonso das Neves Leitão	Física
9703	Rodrigo Bhering Andrade	Física
9703	Techold Participações S.A.	Jurídica
9703	Verônica Valente Dantas	Física
9703	Wady Santos Jasmim	Física
9796	Adhemar Valdiserra	Física
9796	Arthur Carlos Briquet Junior	Física
9796	Carlos Augusto Luiz Avian	Física
9796	Carlos Augusto Zelli	Física
9796	Henrique Freihofer Molinari	Física
9796	João Carlos de Almeida Gaspar	Física
9796	José Antônio Penna	Física
9796	RMC S.A. Sociedade Corretora RMC S.A. DTVM	Jurídica
9796	Silvia Maria dos Santos	Física
9796	Sudameris CCVM S.A. (atual ABN Amro Real CCVM S.A)	Jurídica
10461	Ana Paula D'Alessandro	Física
10461	João da Silva Lisboa	Física
10461	Joaquim Carlota Júnior	Física
10979	Roberto Mário Amaral Lima Neto	Física
10984	Henrique Freihofer Molinari	Física
10984	Paulo Juli Nicolielo Junior	Física
10984	RMC S.A. Sociedade Corretora RMC S.A. DTVM	Jurídica
10984	Rubens dos Reis Andrade	Física
10984	Wagner Imperatore Nogueira	Física
11051	Banco ABN AMRO REAL S.A. Banco ABN AMRO S.A	Jurídica
11051	Flamarion Josué Nunes	Física
11051	Janaína Voltolini Martins	Física
11051	Vicente João Gomes	Física
11056	Cícero Vidal Filho	Física
11104	Cláudio Antônio Gaêta	Física
11104	MTC do Brasil Participações Ltda.	Jurídica
11143	Gilson Valentin Grazziotin	Física
11148	Agente CCTVM Ltda. Clicktrade CCTVM S.A.	Jurídica
11148	Joacyr Reynaldo	Física
11148	Júlio César Vaz Modaneze	Física
11148	Perfil Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários Ltda.	Jurídica
11208	Banco Indusval S.A.	Jurídica
11208	Carlos Ciampolini	Física
11208	Cezar Maurício Cossenza Júnior	Física
11208	Indusval S.A. CTVM	Jurídica
11208	José Renato Ribeiro Mendes	Física
11208	Luiz Masagão Ribeiro	Física

Processo CRSFN	Recorridos	Tipo de Pessoa
11208	Pedro Henrique Tinoco Duarte	Física
11212	Célia Maria Lima Bragança	Física
11212	Octávio Gomes de Oliveira	Física
11212	Ronaldo Dalvi	Física
11408	Alexandro Marcel	Física
11408	Banco Prosper S.A.	Jurídica
11408	DC Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários S.A. DC 1000 Consultoria Financeira Ltda.	Jurídica
11408	Domenico Vommaro	Física
11408	Eduardo Brenner	Física
11408	Eduardo Moraes de Carvalho	Física
11408	Estratégia Investimentos S.A. CVC	Jurídica
11408	Fernando Optiz	Física
11408	FLPM Participações Ltda.	Jurídica
11408	Hedging-Griffo CV S.A.	Jurídica
11408	José Luiz Palhares Campos	Física
11408	Luiz Roberto de Souza Sampaio	Física
11408	Máxima S.A. DTVM Multistock. S.A. CCV Stock S.A. CCV	Jurídica
11408	Mordko Izaak Messer	Física
11408	UM Investimentos S.A. CTVM (ex-Umuarama S.A. CTVM)	Jurídica
11411	Carlos Campanhã	Física
11411	Débora Gomes Capucci	Física
11411	Flamarion Josué Nunes	Física
11411	Intra S.A. CCV	Jurídica
11411	João Augusto Pereira de Queiroz	Física
11412	Opção RN Corretora de Commodities Ltda.	Jurídica
11412	Roberto Neves Rodrigues	Física
11414	David Zylberstajn	Física
11414	Eduardo Augusto de Almeida Guimarães	Física
11414	Eliseu Martins	Física
11414	Francisco Augusto da Costa e Silva	Física
11414	Paolo Enrico Maria Zaghen	Física
11414	Paulo Assunção de Sousa	Física
11414	Rubens Sardenberg	Física
11422	Cláudio da Silva Barreto	Física
11422	Jane da Silva Barreto	Física
11422	José Carlos de Oliveira Soares	Física
11609	Joaquim José Vieira Baião Neto	Física
11612	Antranik Kissajikian	Física
11612	Ari Teixeira de Oliveira Ariza	Física
11612	Clark Setton	Física
11612	Clovis Reali	Física
11612	Finambrás CCTVM Ltda.	Jurídica

Processo CRSFN	Recorridos	Tipo de Pessoa
11612	Flávio Maluf	Física
11612	Jorge Ribeiro dos Santos	Física
11612	Luiz Felipe Mursa de Sampaio Doria	Física
11612	Marcelo Faria Figueiredo	Física
11612	Ricardo Alberto Sánchez Pagola	Física
11612	São Paulo CV Ltda.	Jurídica
11634	Décio Pelajo	Física
11634	Pelajo e Associados DTVM S.A.	Jurídica
11746	Intra S.A. CCV	Jurídica
11746	João Augusto Pereira de Queiroz	Física
12353	Alexandre Beldi Netto	Física
12353	Antônio Fábio Beldi	Física
12353	Antônio Roberto Beldi	Física
12353	Araldo Alexandre Marcondes de Souza	Física
12353	Banco Credibel S.A.	Jurídica
12353	BID S.A.	Jurídica
12353	Heloísa Wey Beldi	Física
12353	Hiroshi Yamazaki	Física
12353	Jorge Mata Salgado	Física
12353	José Governo Pais	Física
12353	Marco Antônio Beldi	Física
12353	Maria Claudia Beldi Ramirez	Física
12353	Ricardo de Souza Adenes	Física
12353	Sérgio de Jesus Fiorelli	Física
12353	Splice do Brasil Telecomunicações e Eletrônica S.A.	Jurídica
12353	Tele Centro Oeste Celular Participações S.A.	Jurídica
12358	Guilherme Afonso Ferreira	Física
12358	Silvia Amoroso Lima Affonso Ferreira	Física
12443	Ágora CCVM S.A. Ágora Sênior CTVM S.A Ágora CTVM Ltda.	Jurídica
12443	Alexandre Dias Salles	Física
12443	Alirio Pedro Braga	Física
12443	Americainvest CCTVM Ltda.	Jurídica
12443	Anna Regina Cruz Lehner	Física
12443	Antônio Carlos Reissmann	Física
12443	Antônio Henrique Monteiro Nascimento	Física
12443	Antônio Melgaço de Lima	Física
12443	Aristóteles Magno Muniz Moraes	Física

Processo CRSFN	Recorridos	Tipo de Pessoa
12443	Banco Prosper S.A.	Jurídica
12443	Benedito Caeté Ferreira Filho	Física
12443	Bernardo Pinto Ferreira	Física
12443	Bruno Grain de Oliveira Rodrigues	Física
12443	Caio Tácito Giordan da Silva	Física
12443	Carlos Alberto Oliveira Souza	Física
12443	Carlos Eduardo Carneiro Lemos	Física
12443	Cássio Ribeiro Correa	Física
12443	César Luiz Lima Vida	Física
12443	Cinco S.A. Corretoras Associadas de CVM Ltda. (atual Cruzeiro do Sul S.A. Corretora de Valores)	Jurídica
12443	Comercial Asset Management Administração de Recursos S.A. Comercial S.A. CVC)	Jurídica
12443	David Bensussan	Física
12443	David Jesus Gil Fernandez	Física
12443	Edgar da Silva Ramos	Física
12443	Eduardo Nogueira Gomes Pereira	Física
12443	Eládio Gonzáles Vasquez	Física
12443	Equipe S.A. Corretora de Valores	Jurídica
12443	Exata 123 Participações S.A. Exata CTVM S.A.	Jurídica
12443	Fábio Deslandes	Física
12443	Fernando Soares de Moura Lins	Física
12443	Francisco Henrique de Siqueira Carvalho de Araújo	Física
12443	Francisco Ribeiro de Magalhães Filho	Física
12443	Frangos e Bois Consultoria em Culinária Ltda. AGENDA CCVM Ltda. Agenda DTVM Ltda.	Jurídica
12443	Franklin Del Lehner	Física
12443	Frederico Lopez Junior	Física
12443	GameX Securities CCVM Ltda. Millennium CCVM S.A	Jurídica
12443	Gerson Scaciota Rebane	Física
12443	Gilberto da Silva Zalfa	Física
12443	Gilson Araújo Junior	Física

Processo CRSFN	Recorridos	Tipo de Pessoa
12443	Gilson Pereira Vieira da Silva	Física
12443	Giorgio Virzi	Física
12443	Guilherme Henrique Jorge O'Connor	Física
12443	Guilherme Simões de Moraes	Física
12443	Integral CTVM S.A. Integral Participações e Empreendimentos Ltda.	Jurídica
12443	Jane Dantas Faria	Física
12443	Jayme Pereira Mello	Física
12443	João Carlos de Almeida Gaspar	Física
12443	João Luiz Franco Ferreira	Física
12443	José Carlos de Carvalho Dias	Física
12443	José Maria Bezerra da Silva	Física
12443	José Orlando Leite Cavalcanti	Física
12443	José Oswaldo Morales	Física
12443	José Roberto Lorenzi	Física
12443	Larry Pereira Martins	Física
12443	Lauro Mendonça Gouvêa Filho	Física
12443	Lavínia Ferraiuolo de Oliveira Costa	Física
12443	Leivi Abuleac	Física
12443	Lelis Alberto de Moura Nobre	Física
12443	Luis Antônio Sales de Mello	Física
12443	Luis Felipe Índio da Costa	Física
12443	Luiz Fernando Monteiro de Gouvêa	Física
12443	Luiz Fernando Sodre Imbuzeiro	Física
12443	Luiz Kleber Hollinger da Silva	Física
12443	Marcelo de Menezes Leitão	Física
12443	Marcelo Ferreira Martins Costa	Física
12443	Marcelo José Konte	Física
12443	Marcelo Moses Boscoli	Física
12443	Marcelo Vieira da Silva de Oliveira Costa	Física
12443	Marcos Pizarro Mello Ourivio	Física
12443	Mário Cesar Nassif da Fonseca	Física
12443	Martha da Silva Vidal	Física
12443	Mauro Sérgio Paixão da Silva	Física
12443	Newton Leite Magalhães	Física
12443	Norsul CCVM S.A. Norsul Participações S.A.	Jurídica
12443	Novinvest CVM Ltda.	Jurídica
12443	Paulo Sérgio Ribeiro de Andrade	Física
12443	Prosper S.A. CVC	Jurídica
12443	Quality CCTVM S.A. Infinity CCTVM S.A.	Jurídica
12443	Quantia CCTVM Ltda. (atual Quantia DTVM Ltda)	Jurídica
12443	Ricardo Siqueira Rodrigues	Física
12443	Roberto Campos Rocha	Física
12443	Roberto Vieira da Silva de Oliveira Costa	Física

Processo CRSFN	Recorridos	Tipo de Pessoa
12443	Senior Assessoria e Consultoria S.A. Senior CCVF Ltda.	Jurídica
12443	Sérgio Carlos de Godoy Hidalgo	Física
12443	Sudameris CCVM S.A. (atual ABN Amro Real CCVM S.A)	Jurídica
12443	Walpires S.A. CCTVM	Física
12448	Iara Terezinha Urach	Física
12448	João Vicente Silva	Física
12448	Joaquim Carlos Franchi	Física
12448	Rafael Urach Íncola	Física
12448	SB Franchi Consultoria Ltda.	Jurídica
12448	Silva Braga Participações Ltda.	Jurídica
13180	Agropastoril RICCI Ltda.	Jurídica
13180	Alexandre Dias Salles	Física
13180	Alexandre Henrique de Freitas	Física
13180	Antônio Henrique Brazil de Bria	Física
13180	Ari Silvio de Santana	Física
13180	Áurea Simões Salzedas	Física
13180	Beatriz Stase Penna	Física
13180	Blank Sys Consultoria e Sistemas S.C. Ltda.	Jurídica
13180	Carlos Alberto de Oliveira Ribeiro	Física
13180	Carlos Alberto Oliveira Souza	Física
13180	Carlos Arnaldo Borges de Souza	Física
13180	Carlos Augusto Levorin	Física
13180	Carlos Augusto Luiz Avian	Física
13180	Chao En Ming	Física
13180	ClickTrade Empreendimento e Participações Ltda. Agente CTVM Ltda.	Jurídica
13180	Clube de Investimentos Aroeira	Jurídica
13180	Clube de Investimentos FHS	Jurídica
13180	Colheita Participações Ltda. Sheck CTVM Ltda.	Jurídica
13180	David Bensussan	Física
13180	Denise Souza Tavares de Lemos	Física
13180	Edison Oliveira da Silva	Física
13180	Eduardo Blank Gonçalves	Física
13180	Égide DTVM Ltda. EGEMP Gestão Patrimonial Ltda.	Jurídica
13180	Eládio Gonzáles Vasquez	Física
13180	Elias Calil Jorge	Física
13180	Fábio Caretoni	Física
13180	Fábio Deslandes	Física
13180	Fernando Janine Ribeiro	Física
13180	Finambrás CCTVM Ltda.	Jurídica
13180	Fonte Cindam S.A. CCV FC Administradora Ltda.	Jurídica
13180	Francisco de Paula Elias Filho	Física
13180	Francisco Ribeiro de Magalhães Filho	Física
13180	Francisco Roberto Trozzi	Física

Processo CRSFN	Recorridos	Tipo de Pessoa
13180	Frangos e Bois Consultoria em Culinária Ltda. AGENDA CCVM Ltda. Agenda DTVM Ltda.	Jurídica
13180	Gizele de Souza	Física
13180	Guilherme Simões de Moraes	Física
13180	Henrique Fonseca de Freitas	Física
13180	Henrique Freihofner Molinari	Física
13180	Joacyr Reynaldo	Física
13180	João Carlos de Almeida Gaspar	Física
13180	João Luiz Ferreira de Mello	Física
13180	José Antônio Penna	Física
13180	José Carlos de Carvalho Dias	Física
13180	José Eduardo Martiniano Gomes	Física
13180	José Geraldo Sanábio	Física
13180	José Marcelo da Silva	Física
13180	José Maria Bezerra da Silva	Física
13180	José Mendes de Farias	Física
13180	Júlio Cesar Couto da Costa	Física
13180	Lelis Alberto de Moura Nobre	Física
13180	Levi Abuleac	Física
13180	Luciana Bonagura	Física
13180	Luis Antônio Sales de Mello	Física
13180	Magda Maria de Azeredo Martins	Física
13180	Márcio Antônio Martins	Física
13180	Márcio Martins Cardoso	Física
13180	MECO GLOBAL Investment N.V. (sucessora da Meco Tatimba Investment)	Jurídica
13180	Mercobank Empreendimentos, Participações e Serviços Ltda. Mercobank S.A. CTVM	Jurídica
13180	Nelson Walter Marquardt	Física
13180	Newton Leite Magalhães	Física
13180	Norsul Participações Ltda. Norsul CCVM Ltda.	Jurídica
13180	Novação Asset Management Administradora de Recursos Ltda. Novação DTVM Ltda Novação CTVM. S.A.	Jurídica
13180	Paulina Junqueira Azevedo Vieira	Física
13180	Planner Corretora de Valores S.A.	Jurídica
13180	Ricardo Alberto Sánchez Pagola	Física
13180	Ricardo de Camargo Cavalieri	Física
13180	Ricardo Dunshee de Abranches	Física
13180	Ricardo Lopes Delneri	Física
13180	Rivaldo Ferreira de Souza e Silva	Física
13180	RMC S.A. Sociedade Corretora RMC S.A. DTVM	Jurídica
13180	Roberto Sampaio Correa	Física
13180	Rubens João Iatchuk	Física
13180	Santos CCV S.A.	Jurídica
13180	Sérgio Caretoni	Física

Processo CRSFN	Recorridos	Tipo de Pessoa
13180	Sérgio Carlos de Godoy Hidalgo	Física
13180	Silvio Simões Salzedas	Física
13180	Síntese 60 FIF	Jurídica
13180	Síntese Administrações de Recursos S.C. Ltda.	Jurídica
13180	Síntese Basket FIF 60 (atual ORYX Savana Institucional FIF)	Jurídica
13180	Síntese CL FMIA	Jurídica
13180	Síntese Corretora de Mercadorias e Futuros Ltda.	Jurídica
13180	Síntese FMIA (incorporado ao ORYX FIA, atual GRAU FIA)	Jurídica
13180	Síntese S.A. Asset Management (ex-Síntese S.A. CV)	Jurídica
13180	Síntese Virtual FIF 60	Jurídica
13180	Solidez CCTVM Ltda.	Jurídica
13180	Tadeu Gonzaga Toledo	Física
13180	Título CV S.A. (ex-Título S.A. CCVM)	Jurídica
13180	Túlio Vinicius Vertullo	Física
13180	Valdir Couto da Costa	Física
13180	William Celso Scarparo	Física
13180	Wilson Fantazini Nagem	Física
13188	Afonso Arno Arnhold	Física
13188	Ágora CCVM S.A. Ágora Sênior CTVM S.A Ágora CTVM Ltda.	Jurídica
13188	Alessandra Soares de Andrade Hidalgo	Física
13188	Alexandre Branco Sette	Física
13188	Alexandre de Athayde Francisco	Física
13188	Alexandre Dias Salles	Física
13188	Alexandre Marcel	Física
13188	Aluísio Liuzzi	Física
13188	Álvaro Guimarães de Oliveira	Física
13188	Americainvest CCTVM Ltda.	Jurídica
13188	Antônio Carlos Baldi	Física
13188	Antônio Carlos Borges Camanho	Física
13188	Antônio Carlos Reissmann	Física
13188	Arthur Celso Dias de Souza	Física
13188	ARX Strike – Fundo de Investimentos Multimercado	Jurídica
13188	Aurino Silva Reis	Física
13188	Banco de Investimentos Credit Suisse Brasil S.A.	Jurídica
13188	Banco Prosper S.A.	Jurídica
13188	Bruno Licht	Física
13188	Bruno Seraphim Cotrina Peña	Física
13188	Caio Tácito Giordan da Silva	Física
13188	Calil Neme Neto	Física
13188	Carlos Alberto de Oliveira Ribeiro	Física
13188	Carlos Alberto Vicente	Física
13188	Carlos Augusto Levorin	Física
13188	Carlos Eduardo Carneiro Lemos	Física

Processo CRSFN	Recorridos	Tipo de Pessoa
13188	Carlos Renato Mamede Noval	Física
13188	City CCVM Ltda. City Empreendimentos e Serviços Ltda.	Jurídica
13188	ClickTrade Empreendimento e Participações Ltda. Agente CTVM Ltda.	Jurídica
13188	Clube de Investimentos 9	Jurídica
13188	Clube de Investimentos Mogno	Jurídica
13188	Colheita Participações Ltda. Sheck CTVM Ltda.	Jurídica
13188	Comercial Asset Management Administração de Recursos S.A. Comercial S.A. CVC)	Jurídica
13188	David Bensussan	Física
13188	Dias de Souza Valores SC Ltda.	Jurídica
13188	Diferencial CTVM S.A.	Jurídica
13188	Divisa Factoring Ltda. Divisa Participações Ltda.	Jurídica
13188	Domenico Vommaro	Física
13188	Edgar da Silva Ramos	Física
13188	Edison Roberto Marcelino	Física
13188	Edmundo Valadão Cardoso	Física
13188	Eduardo Henrique Andrade Graça	Física
13188	Eduardo Moraes de Carvalho	Física
13188	Eládio Gonzáles Vasquez	Física
13188	EMPASE – Empresa Argos de Segurança Ltda.	Jurídica
13188	Estratégia Investimentos S.A. CVC	Jurídica
13188	Exata 123 Participações S.A. Exata CTVM S.A.	Jurídica
13188	Fábio Deslandes	Física
13188	Fábio Souza da Silva	Física
13188	Fernando Concílio César	Física
13188	Fernando Janine Ribeiro	Física
13188	Fernando Mendes Castello Branco de Oliveira	Física
13188	Finabank CCTVM Ltda.	Jurídica
13188	Flávio Roberto de Carvalho	Física
13188	FMIA Dreyfus Brascan Seguridade Portfólio CL	Jurídica
13188	Francisco Henrique de Siqueira Carvalho de Araújo	Física
13188	Francisco Regis Fischer	Física
13188	Frangos e Bois Consultoria em Culinária Ltda. AGENDA CCVM Ltda. Agenda DTVM Ltda.	Jurídica
13188	Gabriel Paulo Gouveia de Freitas Junior	Física
13188	Geração CVM Ltda. Geração Participações Ltda.	Jurídica
13188	Gerson Scaciota Rebane	Física
13188	Gilberto da Silva Zalfa	Física
13188	Guaranhuns Empreendimentos, Intermediações e Participações S.C	Jurídica
13188	Guilherme Ferreira Menezes	Física
13188	Guilherme Queiroz Siepmann	Física
13188	Henrique Freihofer Molinari	Física
13188	Intra S.A. CCV	Jurídica
13188	Ivete Fernandes Pereira Figueiredo	Física

Processo CRSFN	Recorridos	Tipo de Pessoa
13188	Jane Dantas Faria	Física
13188	Joacyr Reynaldo	Física
13188	João Augusto Pereira de Queiroz	Física
13188	João Francisco Bandecchi Perestrello de Vasconcellos	Física
13188	João Meinardo Barreto Meyer	Física
13188	Joaquim Francisco dos Santos Junior	Física
13188	Jorge Carneiro de Oliveira	Física
13188	José Augusto de Lima	Física
13188	José Carlos de Carvalho Dias	Física
13188	José Costa Gonçalves	Física
13188	José Duclerc Moretti Santana	Física
13188	José Geraldo Sanábio	Física
13188	José Luiz Leão Vieira	Física
13188	José Maria Bezerra da Silva	Física
13188	José Orlando Leite Cavalcanti	Física
13188	José Roberto Funaro	Física
13188	José Vasco Teixeira da Costa	Física
13188	Lake Shore Assessoria Empresarial S.C Ltda.	Jurídica
13188	Larry Pereira Martins	Física
13188	Lelis Alberto de Moura Nobre	Física
13188	Leonardo Bochner	Física
13188	LN Participações Ltda.	Jurídica
13188	Lúcio Bolonha Funaro	Física
13188	Luis Antônio Sales de Mello	Física
13188	Luís Felipe Guimarães Stevenson de Oliveira	Física
13188	Luiz Carlos Pires de Araújo	Física
13188	Luiz Carlos Ventura	Física
13188	Luiz Fernando Monteiro de Gouvêa	Física
13188	Luiz Kleber Hollinger da Silva	Física
13188	Majesty Fundo Mútuo de Investimentos em Ações – Carteira Livre	Jurídica
13188	Marcelo José Konte	Física
13188	Marcelo Vieira da Silva de Oliveira Costa	Física
13188	Marcio Antônio Peixoto	Física
13188	Marco Aurélio Monteiro Oliveira Cunha	Física
13188	Marco Aurélio Virzi	Física
13188	Marcos César de Cássio Lima	Física
13188	Máxima S.A. DTVM Multistock. S.A. CCV Stock S.A. CCV	Jurídica
13188	Mercatto Gestão de Recursos Ltda.	Jurídica
13188	Mercobank Empreendimentos, Participações e Serviços Ltda. Mercobank S.A. CTVM	Jurídica
13188	Multiplic CVM S.A. (atual Múltipla CM Ltda)	Jurídica
13188	Newton Leite Magalhães	Física
13188	Nilton Fernandes	Física

Processo CRSFN	Recorridos	Tipo de Pessoa
13188	Norsul Participações Ltda. Norsul CCVM Ltda.	Jurídica
13188	Novação Asset Management Administradora de Recursos Ltda. Novação DTVM Ltda Novação CTVM. S.A.	Jurídica
13188	Novinvest CVM Ltda.	Jurídica
13188	Paulo Antônio Fontenelle Reis	Física
13188	Paulo Roberto Bello Correia Lima	Física
13188	Paulo Serra Netto Lerner	Física
13188	Paulo Vicente Galvão	Física
13188	Pedro Alvim Junior	Física
13188	Pedro José de Mello Machado da Silva	Física
13188	Pedro Victor Lacombe Scarpa	Física
13188	Prosper S.A. CVC	Jurídica
13188	Quality CCTVM S.A. Infinity CCTVM S.A.	Jurídica
13188	Realty Investimentos, Participações e Empreendimentos Ltda.	Jurídica
13188	Ricardo Bubman	Física
13188	Ricardo Monteiro de Castro Melo	Física
13188	Ricardo Pinto de Oliveira	Física
13188	Ricardo Siqueira Rodrigues	Física
13188	Ricardo Theóphilo Rossi	Física
13188	RMC S.A. Sociedade Corretora RMC S.A. DTVM	Jurídica
13188	Roberto Campos Rocha	Física
13188	Rodrigo Freitas Poppe de Figueiredo	Física
13188	Saul Dutra Sabbá	Física
13188	Senior Assessoria e Consultoria S.A. Senior CCVF Ltda.	Jurídica
13188	Sérgio Carlos de Godoy Hidalgo	Física
13188	Silvio Luiz Laudisto Leonhardt	Física
13188	Silvio Roberto Paixão da Silva	Física
13188	The Tudor Investment Company MultiPortfolio Fund Ltd.	Jurídica
13188	Tudor Investimento, Intermediação e Assessoria de Negócios S.C	Jurídica
13188	UM Investimentos S.A. CTVM (ex-Umuarama S.A. CTVM)	Jurídica
13188	Virgilio Lopes	Física
13188	Viscaya Cobranças e Intermediações Ltda.	Jurídica
13188	Votoserv Empreendimentos e Participações Ltda.	Jurídica
13188	Wagner Marcelo Monteiro Borges	Física
13188	Wagner Rubira Assis	Física
13188	Walburg Dillon Read CCVM S.A. (atual UBS CCVM S.A)	Jurídica
13188	Walpires S.A. CCTVM	Física
13188	Walter Braun	Física
13188	Werles Lopes da Silva	Física
13188	Ziro Murata Junior	Física
13189	Alessandra Soares de Andrade Hidalgo	Física
13189	Alta Commodities & Futures CM Alpes Investimentos e Participações Ltda.	Jurídica
13189	Americainvest CCTVM Ltda.	Jurídica

Processo CRSFN	Recorridos	Tipo de Pessoa
13189	Antônio Carlos Borges Camanho	Física
13189	Antônio Cláudio Schaefer	Física
13189	Antônio Geraldo da Rocha	Física
13189	Banco de Investimentos Credit Suisse Brasil S.A.	Jurídica
13189	Benito Sicili	Física
13189	Bruno Licht	Física
13189	Carlos Alberto de Oliveira Ribeiro	Física
13189	Carlos Ciampolini	Física
13189	Carlos Eduardo Carneiro Lemos	Física
13189	Carlos Eduardo da Silva Bessa	Física
13189	Cássio Ribeiro Correa	Física
13189	City CCVM Ltda. City Empreendimentos e Serviços Ltda.	Jurídica
13189	City DTVM City Empreendimentos e Participações Ltda.	Jurídica
13189	Cláudio Aldoniro Wildner Leal	Física
13189	Comercial Asset Management Administração de Recursos S.A. Comercial S.A. CVC)	Jurídica
13189	David Bensussan	Física
13189	Edgar da Silva Ramos	Física
13189	Eduardo Moraes de Carvalho	Física
13189	Estela dos Santos Mendes	Física
13189	Fábio Sequeiros de Aguiar	Física
13189	Fator S.A. CV	Jurídica
13189	Francisco Regis Fischer	Física
13189	Frangos e Bois Consultoria em Culinária Ltda. AGENDA CCVM Ltda. Agenda DTVM Ltda.	Jurídica
13189	Gayle Rozane Guilherme Mendes Lemos	Física
13189	Glayde Rosângela Guilherme Mendes Cordeiro	Física
13189	Guilherme Queiroz Siepmann	Física
13189	Indusval S.A. CTVM	Jurídica
13189	Itaqui Empreendimentos e Participações Ltda.	Jurídica
13189	Jeronymo Monteiro de Sá	Física
13189	João Antônio Castilho Perea	Física
13189	José Carlos de Carvalho Dias	Física
13189	José Costa Gonçalves	Física
13189	José Duclerc Moretti Santana	Física
13189	Luis Antônio Sales de Mello	Física
13189	Luiz Carlos Pires de Araújo	Física
13189	Luiz Cláudio Carneiro Leão	Física
13189	Luiz Fernando Monteiro de Gouvêa	Física
13189	Luiz Kleber Hollinger da Silva	Física
13189	Majesty Fundo Mútuo de Investimentos em Ações – Carteira Livre	Jurídica
13189	Marcos César de Cássio Lima	Física
13189	Maria de Fátima Schaefer	Física
13189	Máxima Asset Management S.A.	Jurídica

Processo CRSFN	Recorridos	Tipo de Pessoa
13189	Máxima S.A. DTVM Multistock. S.A. CCV Stock S.A. CCV	Jurídica
13189	Maximili Chinaglia	Física
13189	Miranildo Cabral da Silva	Física
13189	Múltipla CVM S.A. (atual Múltipla CM Ltda)	Jurídica
13189	Norsul Participações Ltda. Norsul CCVM Ltda.	Jurídica
13189	Novação Asset Management Administradora de Recursos Ltda. Novação DTVM Ltda Novação CTVM. S.A.	Jurídica
13189	Novinvest CVM Ltda.	Jurídica
13189	Paulo Antônio Fontenelle Reis	Física
13189	Paulo Roberto Bello Correia Lima	Física
13189	Paulo Sérgio Pimentel	Física
13189	Quality CCTVM S.A. Infinity CCTVM S.A.	Jurídica
13189	Reginaldo Alves dos Santos	Física
13189	Ricardo Siqueira Rodrigues	Física
13189	Ronaldo Marchese Schmidt	Física
13189	Saul Dutra Sabbá	Física
13189	Senior Assessoria e Consultoria S.A. Senior CCVF Ltda.	Jurídica
13189	Sérgio Carlos de Godoy Hidalgo	Física
13189	Silvio Luiz Laudisto Leonhardt	Física
13189	Stock Máxima Gold Fundo de Renda Fixa – CE	Jurídica
13189	The First Stock Equity Fund Limited	Jurídica
13189	Virgilio Lopes	Física
13223	Abramo Douek	Física
13223	Antônio Cláudio Lage Buffara	Física
13223	Ari Teixeira de Oliveira Ariza	Física
13223	Banco Rendimento S.A.	Jurídica
13223	Bônus-Banval Participações Ltda. Bônus-Banval Commodities CM Ltda.	Jurídica
13223	César Sassoun	Física
13223	Cruzeiro do Sul CM Ltda.	Jurídica
13223	Eucatex S.A. Indústria e Comércio	Jurídica
13223	Fair Corretora de Câmbio S.A.	Jurídica
13223	Felipe Neira Lauand	Física
13223	Forte S.A. CCTVM Ipanema S.A. CCTVM	Jurídica
13223	Francisco Augusto Tertuli	Física
13223	Jorge Ribeiro dos Santos	Física
13223	José Antônio Goulart de Carvalho	Física
13223	José Carlos Batista	Física
13223	José Dorneles Freitas Vale	Física
13223	Laeta Participações Ltda.	Jurídica
13223	Luis Felipe Índio da Costa	Física
13223	Marcelo de Abreu Borges	Física
13223	Mauro Lança Freitas Vale	Física
13223	Poolnet Sociedade Anônima	Jurídica

Processo CRSFN	Recorridos	Tipo de Pessoa
13223	Renato Luci Galli	Física
13223	Renato Miranda Mazzuchelli	Física
13223	Ricardo Marques de Paiva	Física
13223	Ricardo Ribeiro Pessoa	Física
13223	São Paulo CV Ltda.	Jurídica
13223	UTC Engenharia S.A.	Jurídica
13223	Wellington Luis Silva Correa	Física
13233	Goldman, Sachs e Co.	Jurídica
13256	Eduardo Moraes de Carvalho	Física
13256	Frangos e Bois Consultoria em Culinária Ltda. AGENDA CCVM Ltda. Agenda DTVM Ltda.	Jurídica
13256	João Nunes Ferreira Neto	Física
13256	Luis Antônio Sales de Mello	Física
13256	Luiz Carlos Pires de Araújo	Física
13256	Máxima Investimentos e Participações Ltda.	Jurídica
13256	Máxima S.A. DTVM Multistock. S.A. CCV Stock S.A. CCV	Jurídica
13256	Saul Dutra Sabbá	Física
13256	Sérgio Carlos de Godoy Hidalgo	Física
13256	Suzana Lia Sapir de Sabbá	Física
13263	Carlos Eduardo Esteves de Almeida	Física
13263	Dimarco Participações e Empreendimentos Ltda.	Jurídica
13263	Fernando José Pedroso Almendra	Física
13274	Atrium Administração e Serviços Ltda.	Jurídica
13274	Atrium CCTVM Ltda. Atrium DTVM S.A)	Jurídica
13274	Atrium FIA	Jurídica
13274	Atrium Participações, Consultoria e Administração Ltda.	Jurídica
13274	Marco Antônio Fiori	Física
13274	Mario Sergio Nunes da Costa	Física
13356	Fernando Luiz Sofia	Física
13410	Hookipa Investments LLC	Jurídica
13422	Nanci Lúcia Panzera Forner	Física
13433	Frank Sadayoshi Yamamoto	Física
13453	Allegro Corretora de Valores	Jurídica
13453	Ângelo da Silva Carneiro	Física
13453	Arthur Camarinha	Física
13453	Bernardo de Mello Barreto Carvalho	Física
13453	Bônus-Banval Participações Ltda. Bônus-Banval Commodities CM Ltda.	Jurídica
13453	Breno Fischberg	Física
13453	Carlos Alberto de Oliveira Ribeiro	Física
13453	Celso Pedro Senise Junior	Física
13453	César Sassoun	Física
13453	Cruzeiro do Sul CM Ltda.	Jurídica
13453	Diógenes César Terranova	Física

Processo CRSFN	Recorridos	Tipo de Pessoa
13453	Dionísio Leles da Silva Filho	Física
13453	Edmundo Abdul Massih	Física
13453	Enivaldo Quadrado	Física
13453	Fair Corretora de Câmbio S.A.	Jurídica
13453	Fernando Antônio Cavendish Soares	Física
13453	Flávio Fernandes Nave	Física
13453	Flávio Mário Machado dos Santos	Física
13453	Francisco Augusto Tertuli	Física
13453	Geraldo Pereira Junior	Física
13453	Gilmar José Caldeira	Física
13453	Horácio Pires Adão	Física
13453	José Carlos Batista	Física
13453	José Roberto Funaro	Física
13453	Júlio Manoel Villarico de Moura	Física
13453	Laeta Participações Ltda.	Jurídica
13453	Lúcio Bolonha Funaro	Física
13453	Luis Felipe Índio da Costa	Física
13453	Luiz Marcos Prudêncio de Souza	Física
13453	Marcelo Pizzo Lippelt	Física
13453	Marcelo Sepúlveda	Física
13453	Márcio Salomão Chadud	Física
13453	Mario Jamil Chadud	Física
13453	Newton Augusto Cardoso de Oliveira	Física
13453	Novação Asset Management Administradora de Recursos Ltda. Novação DTVM Ltda Novação CTVM. S.A.	Jurídica
13453	Novinvest CVM Ltda.	Jurídica
13453	Paulo Roberto da Veiga Cardozo Monteiro	Física
13453	Pedro Sylvio Weil	Física
13453	Renato Guerra Marques	Física
13453	Ricardo Marques de Paiva	Física
13453	Rodrigo Bezerra de Melo Paraense	Física
13453	Sérgio Guaraciaba Martins Reinas	Física
13453	SLW Corretora de Valores e Cambio Ltda.	Jurídica
13453	Stockolos Avendis EB – Empreendimentos, Intermediações e Participações S.C Ltda. Erste Banking Empreendimentos, Intermediações e Participações S.C Ltda.	Jurídica
13453	Sueli Aparecida Pauletti	Física
13453	Ubirajara dos Santos Macieira	Física
13453	Wellington Antônio Drumond da Silva	Física
13453	Zilton Neme da Silva	Física
13454	Alexandre Massa Rzezinski	Física
13454	Banco Prosper S.A.	Jurídica
13454	Clube de Investimentos Albatroz	Jurídica
13454	Clube de Investimentos Prosper Infinity	Jurídica

Processo CRSFN	Recorridos	Tipo de Pessoa
13454	Clube de Investimentos Prosper Invest	Jurídica
13454	Daniel Massa Rzezinski	Física
13454	Equity CP FMIA	Jurídica
13454	Equity Gestão de Recursos Ltda.	Jurídica
13454	Jorge da Costa Rzezinski	Física
13454	Júlio César Pontes Martins	Física
13454	Marcelo Abreu Murad	Física
13454	Marcelo Rzezinski	Física
13454	Marcelo Sharp de Freitas	Física
13454	Miriam Vianna Vieira	Física
13454	Paulo da Costa Rzezinski	Física
13454	Paulo Edson Henrique dos Santos	Física
13454	Pedro Lopes de Sousa Palhares	Física
13454	Prosper Adinvest – FIA	Jurídica
13454	Prosper Gestão de Recursos S.A.	Jurídica
13454	Prosper Toscana FIM	Jurídica
13622	Chao En Ming	Física
13622	Solidez CCTVM Ltda.	Jurídica
13727	Caio Alexander Hall Nielsen	Física
13727	João Marcos Cintra Gordinho	Física
13727	John Marcos Acland Hindmarsh	Física
13748	Carlos Frederico Sobral Elias	Física
13748	Oswald José Levy de Souza	Física
13748	Pedro Stenzel Brasili da Costa	Física
13772	Aguassanta Participações S.A.	Jurídica
13772	Rubens Ometto Silveira Mello	Física
13873	Émerson Suto Pacheco	Física
13873	Marcos Aparecido Ribeiro	Física
13879	Rodnei Dias de Oliveira	Física
13937	Banco Prosper S.A.	Jurídica
13937	BCSUL Verax Serviços Financeiros Ltda.	Jurídica
13937	Carla Santoro	Física
13937	Cruzeiro do Sul S.A. DTVM	Jurídica
13937	Marcelo Xandó Baptista	Física
13937	Márcio Serra Dreher	Física
14164	Luiz Eduardo Haus Sukienik	Física
14164	Marlei Feliciano	Física
14223	Fernanda Ferraz Braga de Lima	Física
14230	Nilbio Guimarães Pereira	Física
14354	Lilian de Payrebrune St. Sève Marins	Física
14354	Roberto de Payrebrune St. Sève Marins	Física
14354	Rogério Payrebrune St. Sève Marins	Física
14396	Cícero Aurélio Sinisgalli Júnior	Física

Processo CRSFN	Recorridos	Tipo de Pessoa
14404	BEM DTVM Ltda.	Jurídica
14404	BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A.	Jurídica
14448	Armando Tadeu Buchina	Física
14448	Arthur Gilberto Voorsluys	Física
14448	Fabio Floh	Física
14448	Luis Álvaro Moreira Ferreira Filho	Física
14448	Nilton Batista Muniz	Física
14448	Othniel Rodrigues Lopes	Física
14448	Rodrigo Ferraz Pimenta da Cunha	Física
14448	Silvana Dino	Física
14448	Tarcísio Antônio de Rezende Duque	Física
14449	Bogari Gestão de Investimentos Ltda.	Jurídica
14449	João José de Araújo Pereira Pavel	Física
14449	Joel Musman	Física
14449	José Renato de Camargos	Física

APÊNDICE I – Quantidade de recursos voluntários e de ofício por processo (CRSFN)

Processo CRSFN	Recursos Voluntários	Recursos de Ofício
3333	3	1
3419	4	0
3435	0	1
3640	4	0
3649	2	1
3678	7	0
3692	6	0
3721	1	1
3785	1	1
3869	3	0
3875	4	1
3877	2	1
3878	4	1
3963	0	1
4019	2	1
4049	2	1
4057	3	0
4131	4	0
4142	3	0
4195	0	1
4244	14	1
4287	8	1
4321	14	0
4343	2	0
4730	3	0
4780	4	0
4819	5	1
5039	1	0
5116	2	0
5278	7	0
5426	2	1
5441	2	0
5532	1	1
5591	5	0
5596	0	1
5632	6	1
5746	0	1
5957	1	0
6065	2	1
6075	0	1
6180	5	0

Processo CRSFN	Recursos Voluntários	Recursos de Ofício
6187	1	1
6197	8	1
6352	1	1
7355	8	1
7359	1	1
7361	3	1
7703	6	1
8250	0	1
8253	2	0
8254	13	1
8543	5	1
8544	0	1
8548	0	1
8550	3	1
9058	5	1
9201	1	0
9225	0	1
9254	0	1
9428	0	1
9540	1	0
9550	0	1
9592	1	0
9602	1	1
9634	5	1
9637	3	1
9703	1	1
9796	0	1
10461	0	1
10979	1	1
10984	0	1
11051	0	1
11056	6	1
11104	0	1
11143	1	1
11148	4	1
11170	2	0
11208	0	1
11212	2	1
11408	0	1
11411	0	1
11412	0	1
11414	0	1
11422	3	1

Processo CRSFN	Recursos Voluntários	Recursos de Ofício
11609	7	1
11612	5	1
11634	0	1
11746	2	1
12042	1	0
12353	1	1
12358	5	1
12443	0	1
12448	0	1
12756	6	0
12805	4	0
13180	0	1
13188	0	1
13189	0	1
13223	0	1
13233	0	1
13256	0	1
13263	2	1
13264	2	0
13274	4	1
13285	2	0
13311	1	0
13329	3	0
13356	7	1
13410	0	1
13415	2	0
13422	10	1
13433	0	1
13453	8	1
13454	0	1
13622	4	1
13727	11	1
13748	0	1
13772	0	1
13869	2	0
13873	4	1
13879	0	1
13905	1	0
13935	1	0
13937	0	1
14035	2	0
14048	5	0
14086	2	0

Processo CRSFN	Recursos Voluntários	Recursos de Ofício
14097	3	0
14164	3	1
14182	1	0
14211	1	0
14222	2	0
14223	2	1
14230	1	1
14260	1	0
14354	0	1
14396	0	1
14404	9	1
14428	6	0
14432	1	0
14448	1	1
14449	1	1
14486	3	0
10372.100310/2017-13	1	0
10372.000123/2017-22	2	0
10372.100001/2018-16	1	0
10372.100009/2018-82	5	0
10372.100020/2019-23	1	0
10372.100061/2018-39	1	0
10372.100125/2018-00	1	0
10372.100146/2017-36	8	0
10372.100205/2017-76	1	0
10372.100292/2017-61	2	0
10372.100321/2018-76	3	0
10372.100449/2018-30	3	0
Total	395	97

APÊNDICE J – Quantidade de recorrentes e recorridos por processo (CRSFN)

Processo CRSFN	Recorrentes	Recorridos
3333	3	10
3419	4	0
3435	0	5
3640	4	0
3649	2	4
3678	7	0
3692	6	0
3721	1	2
3785	1	2
3869	3	0
3875	4	2
3877	2	7
3878	4	4
3963	0	14
4019	2	2
4049	2	4
4057	3	0
4131	4	0
4142	3	0
4195	0	4
4244	14	29
4287	8	15
4321	14	0
4343	2	0

Processo CRSFN	Recorrentes	Recorridos
4730	3	0
4780	4	0
4819	5	1
5039	1	0
5116	2	0
5278	7	0
5426	2	2
5441	2	0
5532	1	1
5591	5	0
5596	0	2
5632	6	6
5746	0	2
5957	1	0
6065	2	2
6075	0	2
6180	5	0
6187	1	2
6197	8	17
6352	1	2
7355	8	5
7359	1	3
7361	3	4
7703	6	19
8250	0	1

Processo CRSFN	Recurrentes	Recorridos
8253	2	0
8254	13	7
8543	5	4
8544	0	7
8548	0	7
8550	3	9
9058	5	3
9201	1	0
9225	0	6
9254	0	2
9428	0	6
9540	1	0
9550	0	5
9592	1	0
9602	1	1
9634	5	17
9637	3	6
9703	1	4
9796	0	10
10461	0	3
10979	1	1
10984	0	5
11051	0	4
11056	6	1
11104	0	2

Processo CRSFN	Recurrentes	Recorridos
11143	1	1
11148	4	4
11170	2	0
11208	0	7
11212	2	3
11408	0	15
11411	0	5
11412	0	2
11414	0	7
11422	3	3
11609	7	1
11612	5	11
11634	0	2
11746	2	2
12042	1	0
12353	1	16
12358	5	2
12443	0	85
12448	0	6
12756	6	0
12805	4	0
13180	0	91
13188	0	149
13189	0	66
13223	0	28

Processo CRSFN	Recurrentes	Recorridos
13233	0	1
13256	0	10
13263	2	3
13264	2	0
13274	4	6
13285	2	0
13311	1	0
13329	3	0
13356	7	1
13410	0	1
13415	2	0
13422	10	1
13433	0	1
13453	8	48
13454	0	20
13622	4	2
13727	11	3
13748	0	3
13772	0	2
13869	2	0
13873	4	2
13879	0	1
13905	1	0
13935	1	0
13937	0	6

Processo CRSFN	Recurrentes	Recorridos
14035	2	0
14048	5	0
14086	2	0
14097	3	0
14164	3	2
14182	1	0
14211	1	0
14222	2	0
14223	2	1
14230	1	1
14260	1	0
14354	0	3
14396	0	1
14404	9	2
14428	6	0
14432	1	0
14448	1	9
14449	1	4
14486	3	0
10372.100310/2017-13	1	0
10372.000123/2017-22	2	0
10372.100001/2018-16	1	0
10372.100009/2018-82	5	0
10372.100020/2019-23	1	0
10372.100061/2018-39	1	0

Processo CRSFN	Recurrentes	Recorridos
10372.100125/2018-00	1	0
10372.100146/2017-36	8	0
10372.100205/2017-76	1	0
10372.100292/2017-61	2	0
10372.100321/2018-76	3	0
10372.100449/2018-30	3	0
Total	395	925

APÊNDICE K – Quantidade de recorrentes e recorridos por tipo de pessoa (CRSFN)

Tipo de Pessoa	Voluntário	Ofício	Total
Física	303	680	983
Jurídica	92	245	337
Total	395	925	1.320

Fonte: elaboração própria a partir da base de dados

APÊNDICE L – Decisões da CVM após o julgamento (CRSFN)

Recurso	Decisões	Total	%
Ofício	Mantida	1.872	98,9%
	Reforma Parcial	3	0,2%
	Reforma Total	17	0,9%
Voluntário	Mantida	338	79,2%
	Reforma Parcial	51	11,9%
	Reforma Total	36	8,4%
	Não conhecido	2	0,5%
Total		2.319	

Fonte: elaboração própria a partir da base de dados

APÊNDICE M – Resultados das decisões (CRSFN)

Espécie Recursal	Improvido	Parcialmente Provido	Provido	Não conhecido	Total
Ofício	1.872	6	14	-	1.892
Voluntário	334	50	38	9	431
Total	2.206	56	52	9	2.323

Fonte: elaboração própria a partir da base de dados

APÊNDICE N – Alterações das decisões da CVM por penalidade (CRSFN)

Recurso	De	Infração	[AB]	[AD]	[AR]	[IN]	[ML]	[PM]	Total	
Ofício	[AB]	1	-	-	-	-	1	-	1	
		3	-	-	-	-	3	-	3	
		4	-	-	-	-	4	-	4	
		5	-	-	-	-	11	-	11	
Voluntário	[AB]	3	-	-	-	-	1	-	1	
	[AD]	1	-	-	-	-	1	-	1	
	[PM]	3	-	-	-	-	-	1	1	
	[IN]	4	-	-	-	-	1	-	1	
		5	-	-	-	1	-	-	1	
	[ML]	1	-	6	-	-	-	-	-	6
		2	3	7	-	-	-	-	-	10
		3	2	-	3	-	2	-	-	7
		4	6	-	1	-	20	-	-	27
		5	3	-	9	-	10	-	-	22
Total			14	13	13	1	54	1	96	

Fonte: elaboração própria a partir da base de dados

APÊNDICE O – Fundamentação das decisões (CRSFN)

Tipo	Quantidade
Leis	4
Atos normativos	6
Princípio	1

Fonte: elaboração própria a partir da base de dados