GRUPO I – CLASSE V – Plenário
TC 027.307/2018-2
Natureza(s): Relatório de Auditoria
Órgão/Entidade: Comissão de Valores Mobiliários
Representação legal: não há

SUMÁRIO: RELATÓRIO DE AUDITORIA. CVM. AVALIAÇÃO DE CONFORMIDADE E RISCOS NA ATUAÇÃO DE CONTROLE DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS PELA CVM. OPORTUNIDADES DE MELHORIA. RECOMENDAÇÕES À CVM E AO MINISTÉRIO DA ECONOMIA. QUESTÕES INCIDENTES (DOIS CASOS PONTUAIS COM INDÍCIOS DE CONFLITO DE INTERESSES E DE CONDUTA FUNCIONAL ANÔMALA DE AGENTES PÚBLICOS, A MOTIVAR A CIÊNCIA AOS ÓRGÃOS RESPONSÁVEIS). CIÊNCIA À CVM SOBRE O DEVER DE APRESENTAÇÃO INTEGRAL DE DOCUMENTOS SOLICITADOS PELO TCU, NOS TERMOS DO ART.42 DA LEI 8.443/92. CIÊNCIA DA DELIBERAÇÃO AOS ÓRGÃOS E ENTIDADES INTERESSADOS.

RELATÓRIO

Trata-se do relatório auditoria na Comissão de Valores Mobiliários (CVM), com o objetivo verificar a conformidade e os riscos atualmente existentes na atuação da entidade.

3. A versão preliminar do relatório foi submetida aos gestores, nos termos do art. 14 da Resolução-TCU 315/2020 e da Portaria-Segecex 90/2020.

4. Assim, o relatório final contempla a manifestação das unidades fiscalizadas.

5. Reproduzo a seguir, com ajustes de forma, o teor principal do relatório conclusivo da Secretaria de Controle Externo da Administração Indireta no Rio de Janeiro, cuja proposta de encaminhamento foi parcialmente endossada pelo Diretor supervisor e pelo Secretário (peças 92 a 94), acompanhado do respectivo sumário:

Sumário

II. Introdução....2
II.1. Deliberação que originou o trabalho....2
II.2. Visão geral do objeto....2
II.3. Objetivo e questões de auditoria....57
II.4. Metodologia utilizada....58
II.5. Limitações inerentes à auditoria....59
II.6. Sonegação de informações....61
II.8. Benefícios estimados da fiscalização....64

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

III. Achados de auditoria.....67

III.1. Falta de menção às empresas estatais, nos planos bienais de Supervisão Baseada em Risco (SBR).67

III.2. Indícios de que o foco da supervisão na área de empresas recai sobre eventos objetivos de inadimplência na prestação de informações. 72

III.3. Indícios de insuficiente supervisão sobre a companhia aberta BNDESPAR 96

III.4. Indícios de insuficiente sanção dos casos de uso de informação relevante não divulgada ao mercado. 106

III.5. Indícios de insuficiente fiscalização da atividade dos agentes autônomos de investimentos (AAI) pela CVM. 146

III. 6. Indícios de superposição de autoridade de supervisão técnica entre a SEP e a SNC relativamente à interpretação de temas contábeis aplicados ao processo de supervisão sobre as demonstrações financeiras das companhias abertas. 177

III.7. Indícios da possibilidade de conflito de interesse, seja efetivo, potencial ou apenas aparente, na atuação do colegiado da CVM. 201

III.8. Indícios de insuficiente proteção aos investidores em fundos de investimento e aos investidores no mercado de capitais. 216

IV. Informações sobre os comentários dos gestores.....241

V. Conclusão.....242

VI. Proposta de encaminhamento.....247

VII. Parecer do Diretor supervisor da auditoria.....249

VIII. Parecer do Secretário.....259

IX. Proposta final consolidada da unidade técnica.....259

***

II. Introdução

II.1. Deliberação que originou o trabalho

O objetivo amplo foi delineado a partir da percepção, oriunda de outros processos no âmbito do TCU, de que poderia estar havendo insuficiência na atuação da CVM e de que não havia, até o momento, fiscalização da atividade finalística da entidade pelo TCU. A CVM, vulgarmente conhecida como a "xerife do mercado de capitais", é a autarquia federal responsável pela regulação do mercado de valores mobiliários no Brasil. Sua atuação regulatória nas vertentes normativa, supervisória, fiscalizatória e sancionatória é fundamental para a conformação de um ambiente de negócios favorável à conversão de poupança em investimento no Brasil.

2. Em cumprimento ao Despacho de 13/6/2018 do Ministro José Mucio Monteiro (TC 017.250/2018-8), realizou-se a auditoria integrada na Comissão de Valores Mobiliários, abrangendo o período, não contínuo e intermitente, entre 8/8/2018 e 8/11/2019.

3. As razões que motivaram esta auditoria foram a inexistência de fiscalizações pretéritas na atividade finalística da CVM e trabalhos anteriores realizados pela SecexEstataisRJ envolvendo a BNDESPAR (subsidiária integral do BNDES), a Eletrobras e a Petrobras, que sinalizaram uma possível ausência ou insuficiência da intervenção da CVM em assuntos de sua competência, relacionados à fiscalização e à regulação do mercado de capitais, causando relevantes prejuízos à companhia aberta

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

BNDESPAR, à União e, consequentemente à sociedade, mormente aos acionistas minoritários, entre eles, em alguns casos, às empresas estatais Petrobras e Eletrobras.

4. Prejuízos aos minoritários em decorrência de fraudes enfraquecem a confiança no mercado de capitais e afugentam os investidores. Levando em consideração que o mercado de capitais e sua credibilidade estão intimamente ligados ao crescimento da economia e aos benefícios para a sociedade decorrentes de tal crescimento, a atuação no TCU no sentido de incrementar a efetividade da fiscalização e regulação da CVM no mercado de capitais torna-se de extrema relevância.

II.2. Visão geral do objeto

5. O objeto do trabalho é a atividade reguladora da Comissão de Valores Mobiliários – CVM, entidade componente da administração pública federal indireta, constituída sob a forma de autarquia federal, em regime especial. Foi criada pela Lei 6.385/1976, que também dispôs sobre o mercado de valores mobiliários. Nesse sentido, considera-se que a CVM regula o mercado de valores mobiliários, não obstante não ter recebido formalmente essa qualificação por lei.

6. Embora haja maneiras alternativas de caracterizar o exercício da regulação por parte de uma entidade, como, por exemplo, uma agência reguladora, neste relatório, dividir-se-á a regulação nas seguintes vertentes: educativa, normativa, supervisória, fiscalizatória e sancionatória.

7. No caso da CVM, entretanto, é preciso também considerar que a autarquia possui um colegiado, composto pela pessoa que exerce sua presidência e por quatro diretores, que decidem de forma colegiada relativamente ao mérito de processos administrativos, particularmente, de natureza sancionatória. Existe, portanto, uma dimensão "jurisprudencial", isto é, uma vertente de julgamentos administrativos, que perfazem uma linha de entendimentos relevantes em matéria de Direito relacionado às companhias abertas e aos valores mobiliários.

8. Considerando a inexistência de fiscalizações anteriores sobre as atividades finalísticas da CVM e levando em conta as peculiaridades inerentes à atuação da autarquia, faz-se necessário expor uma visão geral mais ampla do que a sugerida pelos padrões de auditoria de conformidade do TCU. Por isso, para facilitar a compreensão do objeto fiscalizado e até mesmo dos achados doravante apontados, faz-se a seguir uma espécie de breve levantamento, de modo a permitir razoável entendimento do ambiente em que se insere o objeto da fiscalização.

9. Nesse sentido, o objeto da fiscalização se insere no ambiente do mercado de capitais. Com efeito, o entendimento da relação da CVM com os participantes do mercado de capitais (reguladores, autorreguladores, bolsas, corretoras, distribuidoras, companhias abertas, administradores, consultores, auditores independentes, agentes autônomos de investimentos, etc.) constitui requisito.

10. Nesse contexto, aproveitamos publicações da própria CVM para definir, conceituar ou delimitar expressões tais quais as seguintes: sistema financeiro nacional, mercado financeiro, mercado de capitais e suas ramificações, mandatos legais e atribuições da CVM, valores mobiliários, fundos de investimento, companhias abertas, ofertas públicas, bolsa de valores e funcionamento do mercado, entre outras.

11. Dentro da visão geral, dedicar-se-ão trechos da exposição à organização da entidade, principalmente, no que concerne às atribuições de suas superintendências finalísticas.

12. Com o intuito de exemplificar a vertente educacional da CVM, bem como de facilitar a leitura e o entendimento dos achados apontados nas seções posteriores, optou-se por reproduzir trechos do livro Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro (peça 73), publicado gratuitamente pela autarquia, no âmbito do Comitê Consultivo de Educação, que articula a colaboração entre várias instituições ligadas ao mercado e do programa de treinamento de professores. A publicação utiliza negrito em todas as partes que têm relação direta com a CVM e sua regulação.

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

13. A propósito da vertente educacional da regulação autárquica, transcreve-se, inicialmente, excerto da apresentação do livro, de autoria do presidente anterior da CVM, senhor Leonardo Porciúncula Gomes Pereira (peça 73, fl. 11):

> *13.1. Na minha visão, a educação deve figurar como um dos principais pilares de qualquer iniciativa que vise o desenvolvimento sustentável e sadio do mercado de capitais. É fundamental que todos os participantes do mercado – reguladores, autorreguladores, bolsas, corretoras, administradores de companhias abertas, auditores, para citar apenas alguns – compreendam adequadamente seus direitos e deveres. Essa compreensão, a meu ver, não pode ser adequadamente construída sem uma visão geral sobre o que é e como se organiza o nosso mercado de capitais.*

Sistema Financeiro Nacional

14. A seguir, serão reproduzidas, com pequenas adaptações, algumas das partes do livro dedicadas ao sistema financeiro nacional:

> *Sistema Financeiro Nacional*
> *Mercado Financeiro*
> *Intermediação Financeira e Mercados Financeiros*
>
> *15.O sistema financeiro é parte integrante e importante de qualquer sociedade econômica atual, podendo ser definido como o conjunto de instituições e instrumentos que viabilizam o fluxo financeiro entre os poupadores e os tomadores na economia.*
>
> *16.Quando os agentes econômicos formam poupança, ou seja, consomem menos do que ganham, são chamados de agentes superavitários. Quando, por outro lado, consomem mais que sua renda e precisam recorrer à poupança de terceiros, são conhecidos como agentes deficitários. Para que um agente deficitário possa utilizar os recursos disponíveis dos agentes superavitários para realizar suas decisões de consumo ou investimento, é preciso que esse fluxo de recursos entre eles seja viabilizado.*
>
> *17.Se cada poupador tivesse que encontrar um tomador de recursos com as mesmas necessidades de volume e prazo, seria muito difícil a efetivação dos negócios. Foi para suprir essa demanda que se desenvolveram instituições especializadas em intermediar essas operações. Inicialmente, sua função básica era pegar emprestado daqueles que poupam, pagando juros, e emprestar para os demais, a uma taxa mais alta, ganhando com a diferença. Com o passar do tempo, essas instituições foram se especializando e oferecendo outros serviços. Da mesma forma desenvolveram-se novos instrumentos, sistemas e produtos para organizar, controlar e desenvolver esse mercado.*
>
> *18.Esse sistema é o chamado sistema financeiro, e tem crucial importância para o adequado funcionamento e crescimento econômico de uma nação. Se, por exemplo, determinada empresa, que necessita de recursos para a realização de investimentos para a produção, não conseguir captá-los de forma eficiente, provavelmente ela não realizará o investimento, deixando de empregar e gerar renda. Com o papel desempenhado pelas instituições financeiras, esse problema se reduz.*
>
> *19.O modelo tradicional de intermediação financeira, contudo, não é capaz de suprir todas as demandas existentes no mercado. Desenvolveram-se novos ativos financeiros e características operacionais específicas para cada tipo de demanda, de modo que o sistema financeiro acabou segmentado em quatro grandes mercados, quais sejam mercado monetário, mercado de crédito, mercado de câmbio e mercado de capitais. Far-se-á uma sucinta explanação dos três primeiros para, na sequência, aduzir em mais detalhes o mercado de capitais, objeto de fiscalização da CVM.*
>
> *Mercado financeiro: monetário, cambial, de crédito e de capitais*
>
> *20.No mercado monetário são realizadas as transferências de recursos a curtíssimo prazo, entre as próprias instituições financeiras e entre elas e o Banco Central, visando ao controle da liquidez da economia. O Banco Central, de acordo com o desejado pela política governamental, intervém vendendo ou comprando títulos e retirando ou colocando moeda do mercado.*

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

21.No mercado de câmbio são negociadas as trocas de moedas estrangeiras por moeda nacional. Participam desse mercado todos os agentes econômicos que realizam transações com o exterior, [além daqueles que exercem preferência por moeda estrangeira, nos limites da legislação]. O mercado de câmbio é regulado e fiscalizado pelo Banco Central do Brasil, que dele também participa para execução da política cambial.

22.O mercado de crédito é o segmento do mercado financeiro em que as instituições financeiras captam recursos dos agentes superavitários e os emprestam com um spread [isto é, cobrando um diferencial de juros, a maior]. Em geral, são operações de curto e médio prazo, destinadas ao consumo ou capital de giro das empresas. São exemplos de instituições participantes desse mercado os bancos comerciais e as sociedades de crédito, financiamento e investimento, conhecidas como financeiras. O Banco Central é o principal órgão responsável pelo controle, normatização e fiscalização deste mercado. Quando esse mercado apresenta ineficiência, muitas das necessidades de aplicações e empréstimos de recursos ficam represadas, o que inevitavelmente causa uma freada brusca na economia.

23.Em alguns casos, contudo, o mercado de crédito é insuficiente para suprir as necessidades de financiamento dos agentes. Algumas empresas necessitam de um volume de recursos muito superior ao que uma instituição poderia emprestar. Os custos dos empréstimos no mercado de crédito, em virtude dos riscos assumidos pelas instituições nas operações, podem ser demasiadamente altos. Para os casos de investimentos produtivos de duração mais longa, de valores mais altos e de maiores riscos, fundamentais para o crescimento econômico, desenvolveu-se o mercado de capitais, também chamado de mercado de valores mobiliários.

24.Uma diferença importante entre esses mercados é que, no de crédito, as instituições financeiras assumem os riscos da operação e cobram um spread (diferença entre o que pagam para captar recursos dos poupadores e o que cobram para emprestar aos tomadores), ao passo que, no mercado de capitais, os agentes superavitários emprestam seus recursos diretamente aos agentes deficitários, assumindo o risco, ainda que as operações ocorram com a intermediação de uma instituição financeira. No mercado de capitais, as instituições atuam principalmente como prestadoras de serviços, estruturando as operações, assessorando na formação de preços, oferecendo liquidez, captando clientes e distribuindo os valores mobiliários no mercado. Por esse motivo, o mercado de capitais também pode ser entendido como o mercado de desintermediação bancária, na medida em que as instituições financeiras figuram neste mercado como meros intervenientes entre o investidor e o tomador de recursos. [A figura abaixo foi extraída da página 34 do livro Mercado de Valores Mobiliários, publicado pela CVM:]

Figura 1. Mercado de crédito.

Figura 2. Mercado de capitais.

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

25.Na relação que se estabelece no mercado de capitais, os investidores, ao emprestarem seus recursos diretamente para as empresas, adquirem títulos, que representam as condições estabelecidas no negócio, chamados de valores mobiliários. Podem ser títulos de dívida, em que se estabelece uma relação de crédito entre as partes tomadora e poupadora, como é o caso das debêntures, ou podem ser títulos patrimoniais, ou de capital, em que os investidores se tornam sócios do negócio, com todos os direitos e deveres inerentes, como é o caso das ações. Os investidores podem adquirir esses valores mobiliários diretamente, ou indiretamente por meio de estruturas de investimento coletivo, como os fundos ou clubes de investimento. Participam do mercado de capitais, entre outros, os bancos de investimento, as corretoras de valores mobiliários, as distribuidoras de títulos e de valores mobiliários, as entidades administradoras de mercado de bolsa e balcão, além de diversos outros prestadores de serviços, [como os administradores fiduciários de carteiras de valores mobiliários].

26.Uma empresa que esteja diante da necessidade de novos investimentos tem como alternativa, portanto, além dos recursos próprios ou da contratação de financiamento bancário, a utilização do mercado de capitais, por meio de emissão pública de títulos ou de valores mobiliários diretamente aos investidores. Do ponto de vista dos investidores, por sua vez, o mercado de capitais surge como alternativa às aplicações tradicionais em produtos oferecidos pelos bancos ou pelo governo, tendo oportunidade de participar de empreendimentos que consideram interessantes, desde que dispostos a assumir os riscos decorrentes.

27.Espera-se, em especial nos títulos patrimoniais, uma rentabilidade superior aos investimentos tradicionais, embora com risco também superior. Diferentemente do mercado de crédito, em que o risco das operações é centralizado nos bancos, no mercado de capitais o risco da operação em que os recursos são aplicados é assumido pelos próprios investidores.

28.Conceitua-se o mercado de capitais, portanto, como o segmento do mercado financeiro em que são criadas as condições para que as empresas captem recursos diretamente dos investidores, por meio da emissão de instrumentos financeiros, com o objetivo principal de financiar suas atividades ou viabilizar projetos de investimentos. O mercado de capitais tem uma grande importância no desenvolvimento do país, pois estimula a poupança e o investimento produtivo, sendo essencial para o crescimento de qualquer sociedade econômica moderna.

Estrutura do Sistema Financeiro Nacional

29.Além da compreensão dos mercados que compõem o sistema financeiro nacional (SFN), mencionados brevemente acima, faz-se também necessário o entendimento da estrutura e das instituições que fazem parte do sistema, dando-lhe concreção. O Banco Central do Brasil propôs a subdivisão do sistema conforme a tabela abaixo. De acordo com a perspectiva da autoridade

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

monetária, que regula o SFN, as instituições podem ser divididas entre órgãos normativos, entidades supervisoras e operadoras, conforme tabela abaixo.

Tabela 1. Estrutura do sistema financeiro nacional.

<table>
<tr><th>Órgãos Normativos</th><th>Entidades Supervisoras</th><th colspan="2">Operadores</th></tr>
<tr><td rowspan="2">Conselho Monetário Nacional (CMN)</td><td>Banco Central do Brasil (BACEN)</td><td>Instituições financeiras (captadoras de depósitos à vista e demais)</td><td rowspan="2">Outros intermediários financeiros e administradores de recursos de terceiros</td></tr>
<tr><td>Comissão de Valores Mobiliários (CVM)</td><td>Bolsas de Valores
Bolsas de Mercadorias e Futuros</td></tr>
<tr><td>Conselho Nacional de Seguros Privados (CNSP)</td><td>Superintendência de Seguros Privados (SUSEP)</td><td colspan="2">Resseguradores e sociedades seguradoras
Entidades abertas de previdência complementar</td></tr>
<tr><td>Conselho Nacional de Previdência Complementar (CNPC)</td><td>Superintendência Nacional de Previdência Complementar (PREVIC)</td><td colspan="2">Entidades fechadas de previdência complementar (fundos de pensão)</td></tr>
</table>

30.Os órgãos normativos são os responsáveis pela definição das políticas e diretrizes gerais do sistema financeiro, sem funções executivas. São entidades governamentais colegiadas, criadas por lei, com atribuições específicas. Em geral, apoiam-se em estruturas técnicas de apoio para a tomada das decisões, que são regulamentadas e fiscalizadas pelas entidades supervisoras, como é o caso do Banco Central do Brasil, em cuja estrutura se apoia o Conselho Monetário Nacional (CMN).

31.As entidades operadoras incluem, em geral, instituições, públicas ou privadas, envolvidas direta ou indiretamente, como instituições auxiliares, nas atividades de captação, intermediação e aplicação de recursos no sistema financeiro nacional. Para fins do escopo desse trabalho, interessante mencionar alguns operadores relacionados às atividades da CVM, quais sejam os bancos de investimentos e as sociedades corretoras e distribuidoras de valores mobiliários.

32.Os bancos de investimento são instituições financeiras de natureza privada, constituídas obrigatoriamente sob a forma de sociedades anônimas, especializadas em operações estruturadas para empresas. Tais operações podem envolver participação acionária de empresas ou financiamentos, a prazos médio e longo, para suprimento de capital, fixo ou circulante (de giro), mediante a aplicação de recursos próprios ou captados junto ao público.

33.Alguns bancos de investimento podem ser classificados como múltiplos se acumularem outras funções (banco comercial, de desenvolvimento, de crédito imobiliário, de crédito, etc.). Entre as atividades de um banco de investimento estão as captações de recursos via depósitos a prazo, repasses de recursos externos, internos e venda de cotas de fundos de investimento por eles administrados. Além disso, instituem, organizam e administram fundos de investimentos e carteiras de títulos e valores mobiliários, assessoram negócios e realizam lançamentos de ações de empresas.

34.As sociedades corretoras de títulos e valores mobiliários (corretoras) são instituições financeiras com múltiplas funções, entre elas a operação em bolsas de valores. Necessitam de autorização prévia do BACEN para serem constituídas, estando sujeitas à fiscalização da própria bolsa de valores, da CVM e do BACEN. Sua principal atividade é a execução de ordens de compra e de venda

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

de ativos para seus clientes, podendo auxiliar o investidor, na medida em que disponibilizam informações provenientes de seus departamentos técnicos ou de análises de terceiros. Podem também administrar fundos de investimentos. Em geral, cobram taxas e comissões por seus serviços.

35.As sociedades distribuidoras de títulos e valores mobiliários (distribuidoras) são instituições financeiras também autorizadas a funcionar pelo BACEN e pela CVM, atuando na intermediação de títulos e valores mobiliários, particularmente, nas atividades relacionadas ao mercado de capitais. Possuem diversas funções, em especial, atividades relacionadas à distribuição de valores mobiliários, como cotas de fundos de investimento, debêntures e notas promissórias comerciais. As distribuidoras só tiveram autorização para operar em bolsas de valores com o advento da Decisão-Conjunta BACEN/CVM n. 17, de março de 2009.

36.Dentre as instituições da estrutura do mercado financeiro nacional, importante salientar que as entidades supervisoras assumem diversas funções executivas, como a fiscalização dos operadores sob sua responsabilidade, assim como funções normativas, com o intuito de regulamentar leis, como a Lei 6.385/76, ou resoluções, editadas pelos órgãos normativos, como o CMN. É o caso, por exemplo, da CVM, cujas atividades executivas e normativas, materializadas na regulação do mercado de capitais (normatização complementar, supervisão, fiscalização e sanção), fazem parte do objeto deste trabalho.

Breve contexto histórico da CVM

37.Em meados de 1964 iniciou-se um programa de grandes reformas na economia nacional, dentre as quais figurava a reestruturação do mercado financeiro, com a edição de diversas novas leis, entre elas a Lei nº 4.728/65, primeira Lei de Mercado de Capitais, que disciplinou esse mercado e estabeleceu medidas para seu desenvolvimento.

38.A introdução dessa legislação resultou em diversas modificações no mercado acionário, tais como: a reformulação da legislação sobre Bolsa de Valores, a transformação dos corretores de fundos públicos em Sociedades Corretoras, forçando a sua profissionalização, a criação dos Bancos de Investimento, a quem foi atribuída a principal tarefa de desenvolver a indústria de fundos de investimento. Com a finalidade específica de regulamentar e fiscalizar o mercado de valores mobiliários, as Bolsas de Valores, os intermediários financeiros e as companhias de capital aberto, funções hoje exercidas pela CVM, foi criada uma diretoria no Banco Central: Diretoria de Mercado de Capitais.

39.Ao mesmo tempo, foram introduzidos alguns incentivos fiscais para a aplicação no mercado acionário, resultando num rápido crescimento da demanda por ações pelos investidores sem que houvesse aumento simultâneo de novas emissões de ações pelas empresas. Isto desencadeou um "boom" na Bolsa do Rio de Janeiro, sendo o período de maior onda especulativa entre dezembro de 1970 e julho de 1971, quando as cotações dispararam.

40.Após alcançar o seu ponto máximo em julho de 1971, iniciou-se um processo de realização de lucros pelos investidores mais esclarecidos e experientes, que começaram a vender suas posições. O quadro foi agravado progressivamente quando novas emissões começaram a chegar às bolsas, aumentando a oferta de ações, em um momento em que muitos investidores, assustados com a rapidez e a magnitude do movimento de baixa, procuravam vender seus títulos.

41.O movimento especulativo, conhecido como "boom de 1971", teve curta duração, mas suas consequências foram vários anos de mercado deprimido, pois algumas ofertas de ações de companhias extremamente frágeis e sem qualquer compromisso com seus acionistas, ocorridas no período, geraram grandes prejuízos e mancharam, de forma surpreendentemente duradoura, a reputação do mercado acionário.

42.Ao longo do tempo, vários outros incentivos foram adotados visando a incentivar o crescimento do mercado, tais como: a isenção fiscal dos ganhos obtidos em bolsa de valores; a possibilidade de abatimento no imposto de renda de parte dos valores aplicados na subscrição pública de ações

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

decorrentes de aumentos de capital; e programas de financiamento a juros subsidiados efetuados pelo BNDES aos subscritores de ações distribuídas publicamente.

43.Foi dentro desse quadro de estagnação e tentativa de recuperação do mercado acionário que, em 1976, foram introduzidas duas novas normas legais, ainda em vigor: a Lei nº 6.404/76, nova Lei das Sociedades por Ações, que visava modernizar as regras que regiam as sociedades por ações, e a Lei nº 6.385/76, segunda Lei do Mercado de Capitais que, entre outras inovações, criou a CVM, uma instituição governamental destinada exclusivamente a regulamentar e desenvolver o mercado de capitais, fiscalizar as bolsas de valores e as companhias abertas.

44.A partir de meados da década de 1990, com a aceleração do movimento de abertura da economia brasileira, aumenta o volume de investidores estrangeiros atuando no mercado de capitais brasileiro. Além disso, algumas empresas brasileiras começam a acessar o mercado externo através da listagem de suas ações em bolsas de valores estrangeiras, principalmente a New York Stock Exchange, sob a forma de ADR (American Depositary Receipts), com o objetivo de se capitalizar através do lançamento de valores mobiliários no exterior.

45.Ao listar suas ações nas bolsas americanas, as companhias abertas brasileiras foram obrigadas a seguir diversas regras impostas pela SEC (Securities and Exchange Commission), órgão regulador do mercado de capitais norte-americano, relacionadas a aspectos contábeis, de transparência e divulgação de informações, os chamados "princípios de governança corporativa".

46.As empresas brasileiras começaram a ter então contato com acionistas mais exigentes e sofisticados, acostumados a investir em mercados com práticas de governança corporativa mais avançadas. Ao número crescente de investidores estrangeiros soma-se uma maior participação de investidores institucionais brasileiros de grande porte e mais conscientes de seus direitos.

47.Com o passar do tempo, o mercado de capitais brasileiro passou a perder espaço para outros mercados devido à falta de proteção ao acionista minoritário e a incertezas em relação às aplicações financeiras. A falta de transparência na gestão e a ausência de instrumentos adequados de supervisão das companhias influenciavam a percepção de risco e, consequentemente, aumentavam o custo de capital das empresas.

48.Algumas iniciativas institucionais e governamentais foram implementadas nos últimos anos com o objetivo de assegurar melhorias das práticas de governança corporativa das empresas brasileiras, das quais destacamos: a aprovação da Lei nº 10.303/01 e a criação do Novo Mercado e dos Níveis 1 e 2 de governança corporativa pela então BM&FBovespa (atual B3).

Criação, atribuições, competências e poderes da CVM

49.A CVM foi criada com a finalidade de disciplinar, fiscalizar e desenvolver o mercado de valores mobiliários. É uma autarquia, em regime especial, vinculada ao atual Ministério da Economia, com personalidade jurídica e patrimônio próprios, dotada de autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, além de autonomia financeira e orçamentária (Lei 6.385/76 com alterações posteriores).

50.Com sede na cidade do Rio de Janeiro, ***é administrada por um Presidente e quatro Diretores****, nomeados pelo Presidente da República, depois de aprovados pelo Senado Federal.* ***O Presidente e a Diretoria constituem o Colegiado, que define políticas e estabelece práticas a serem implantadas e desenvolvidas pelo corpo de Superintendentes, que é a instância executiva da CVM.***

51.Nos termos da legislação, a CVM tem inúmeras atribuições (norteadas pelo art. 4º da lei 6.385/76), quais sejam:

- *Estimular a formação de poupança e sua aplicação em valores mobiliários;*
- ***Promover*** *a expansão e* ***o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações*** *e estimular as aplicações permanentes em ações do capital social de companhias abertas sob controle de capitais privados nacionais;*

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

- ***Assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados de bolsa*** *e de balcão;*

- ***Proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra emissões irregulares de valores mobiliários****, contra atos ilegais de administradores e acionistas das companhias abertas, ou de administradores de carteira de valores mobiliários e* ***contra o uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários****;*

- *Evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados no mercado;*

- *Assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido;*

- *Assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários; e*

- *Assegurar a observância no mercado das condições de utilização de crédito fixadas pelo Conselho Monetário Nacional.*

52.Entre as principais competências atribuídas à CVM (norteadas pelo art. 8º da lei 6.385/76), podem ser mencionadas:

- *Regulamentar as matérias expressamente previstas na lei 6.385/76 e na lei da Sociedade por Ações (6.404/76);*

- ***Realizar atividades de*** *credenciamento, registro e* ***fiscalização de*** *auditores independentes, administradores de carteiras, analistas e consultores de valores mobiliários,* ***agentes autônomos de investimento****, entre outros;*

- ***Fiscalizar e inspecionar as companhias abertas, os fundos de investimento e demais atividades e serviços do mercado de valores mobiliários****;*

- ***Apurar, mediante inquérito administrativo, atos ilegais*** *e práticas não-equitativas* ***de administradores de companhias abertas e de quaisquer participantes do mercado de valores mobiliários****, aplicando as penalidades previstas em lei.*

53.É importante destacar que a CVM não tem competência para determinar o ressarcimento de eventuais prejuízos sofridos pelos investidores em decorrência da ação ou omissão de agentes do mercado.

54.Ao lado das atribuições, a lei ofereceu à CVM os meios materiais e institucionais necessários ao cumprimento de sua missão, notadamente: o poder normativo, através do qual a CVM regula a atuação dos diversos agentes do mercado; e o poder punitivo, através do qual, assegurado o direito de ampla defesa, permite a penalização de quem descumpre as normas baixadas pelo órgão ou de quem pratica atos fraudulentos no mercado.

*55.****As penalidades possíveis de serem aplicadas pelo Colegiado da CVM****, após constatada, em inquérito administrativo, a prática de irregularidades,* ***correspondem à advertência, multa, suspensão ou inabilitação para o exercício do cargo e suspensão ou cassação da autorização ou do registro, além da proibição temporária por prazo determinado****, não só para a prática de atividades ou operações por parte dos integrantes do sistema de distribuição, como também para atuar como investidor, direta e indiretamente, no mercado.*

56. A lei 9.457/97 instituiu também o ***Termo de Compromisso****, que* ***possibilita a suspensão do procedimento administrativo****, desde que o acusado interrompa a prática do ato ilícito e indenize os prejudicados.*

Aspectos processuais da CVM

57.A CVM tem ainda a responsabilidade de denunciar ao Ministério Público a ocorrência de indícios de ilícito penal nos processos em que apura as irregularidades no mercado. Mecanismo

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

semelhante permite o encaminhamento do processo à Secretaria da Receita Federal quando da ocorrência de indícios de ilícito fiscal. A lei assegura também à CVM o direito de participar de processos judiciais que envolvam matéria de interesse do mercado de valores mobiliários. Segundo a legislação, a Autarquia será sempre intimada a, em querendo, manifestar-se nesses processos, juntando parecer, ou oferecendo esclarecimentos.

58.Em relação aos jurisdicionados da autarquia, pode-se dizer que o processo de regulação tem início com o trabalho de normatização, assessorado pelos agentes do mercado e apoiado em seus fundamentos e princípios. Prossegue na fiscalização e no acompanhamento das atividades dos participantes do mercado, resultando, quando da constatação de irregularidades, na punição dos responsáveis pelas práticas irregulares ou ilegais, sempre assegurado ao acusado o amplo direito de defesa. Do julgamento pelo colegiado da CVM cabe ainda recurso da decisão tomada ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional ("Conselhinho").

59.As normas baixadas pela CVM estão, inicialmente, vinculadas a uma política de regulação prévia e claramente explicitada ao mercado. As normas, além disso, não são baixadas sem que o mercado tenha a oportunidade de sobre elas se manifestar e, inclusive, participar de sua elaboração. A CVM entende que esses cuidados são indispensáveis à eficiência do processo normativo.

60.Primeiro, porque não se colocam os entes objetos da regulação em permanente sobressalto. Depois, porque o debate e a participação no processo normativo não só permitem a elaboração de documentos condizentes com a realidade do mercado, como também comprometem o regulado com a regulação, na medida em que ele se torna, mais que o cumpridor da norma, um dos seus autores.

61.A audiência pública é o mecanismo que acompanha quase todo o processo normativo da CVM. As minutas de projetos de normas da CVM, segundo o rito do processo, são colocadas à disposição dos interessados, para que eles se manifestem sobre o documento e, de forma complementar, podem ser discutidas em seminários e eventos do gênero até que, obtido o melhor nível de compreensão e adesão do mercado com relação à matéria, a norma possa ser baixada.

Princípios orientadores da atividade regulatória da CVM

62. Para assegurar que o seu trabalho seja coerente com as expectativas da sociedade e dos entes regulados, a CVM fundamenta a sua atividade regulatória em um conjunto de princípios extraídos sobre ***o que se deve esperar da regulação, qual o seu alcance e suas limitações****. A explicitação desses princípios e a sua divulgação ao mercado permite que seus diversos segmentos entendam como e por que a CVM edita normas. A importância de destacarmos esses aspectos no relatório é que, muitas vezes,* ***os princípios orientadores podem servir como critérios para achados de auditoria.***

63. Além disso, essa estrutura conceitual é importante também como base para as atividades de autorregulação, na medida em que estabelece diretrizes para o exercício de iniciativas disciplinadoras que as entidades do mercado decidam adotar no âmbito de suas atividades.

64. Nesse sentido, o mercado de valores mobiliários precisa ser livre, competitivo e informado, ou seja, precisa ser eficiente. Além disso, deve ser um mercado confiável, em que haja uma adequada proteção e harmonização dos interesses de todos os que nele transacionam. O exercício da atividade regulatória da CVM, portanto, objetiva assegurar essa eficiência e essa confiabilidade, condições consideradas fundamentais para promover a expansão e o desenvolvimento desse mercado.

65. A regulação tem como fundamentos, portanto, o interesse público, a confiabilidade, a eficiência do mercado, a competitividade, o mercado livre e a autorregulação. A transferência de recursos entre os investidores e os agentes econômicos é indispensável à contínua formação de capital, quando se contempla uma sociedade como a brasileira, baseada na livre iniciativa e na economia de mercado. É através desse processo de transferência de recursos que se obtém o investimento e o crescimento das unidades econômicas e, em decorrência, do conjunto da sociedade. Portanto, é do interesse público o bom funcionamento do mercado de valores mobiliários.

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

66. A existência e o crescimento do mercado dependem da confiança que seus diversos protagonistas depositem no sistema. Se o propósito do órgão regulador é favorecer o crescimento do mercado, de modo que ele possa atender sempre às crescentes exigências da sociedade, torna-se imperativa a observação deste fundamento. A regulação deve se dar de forma a criar uma base de confiança que assegure ao detentor de poupança a certeza de que pode atuar no mercado, incorrendo exclusivamente nos riscos próprios do negócio em que quer operar.

67. É característica de um mercado livre a sua capacidade de atuar como mecanismo apto a direcionar a poupança da sociedade aos projetos econômicos mais adequados a suas expectativas. Este é um aspecto que se tem de observar e perseguir no trabalho de regulação, na medida em que só assim se consegue o melhor atendimento de anseios da sociedade. Da mesma forma, a minimização dos custos da intermediação desses recursos responde tanto ao interesse das companhias, quanto dos indivíduos que nelas investem, e será através da eficiência do mercado que tais objetivos poderão ser alcançados: eficiência alocacional e operacional.

68. A eficiência do mercado depende do grau de competição que se estabeleça entre os seus participantes. Portanto, a regulação terá que se manter sempre atenta a este fundamento, não só evitando ações que venham a inibir a competitividade, mas também assegurando que ela se dê de forma sadia. Além disso, a competição ativa e sadia minimiza a necessidade de regulação.

69. A liberdade de atuação no mercado e de acesso a seus mecanismos é pré-condição de existência de um mercado capaz de desempenhar adequadamente o seu papel. No processo de regulação do mercado de valores mobiliários, devem estar presentes, permanentemente, o respeito à livre atuação das forças de mercado e o livre acesso ao exercício de atividades e às operações que nele se processem.

70. Para aumentar a eficiência da atividade regulatória, a CVM adota o sistema de autorregulação para determinadas atividades no mercado de valores mobiliários, evitando, assim, a centralização excessiva do poder de editar normas e fiscalizar seu cumprimento. A autorregulação está fundamentada nos seguintes pressupostos:

- *A ação eficaz do órgão regulador sobre os participantes do mercado de valores mobiliários implica em custos excessivamente altos quando se busca aumentar a eficiência e abrangência dessa ação;*

- *Uma entidade autorreguladora, pela sua proximidade das atividades do mercado e melhor conhecimento das mesmas, dispõe de maior sensibilidade para avaliá-las e normatizá-las, podendo agir com maior celeridade e a custos moderados;*

- *A elaboração e o estabelecimento, pela própria comunidade, das normas que disciplinam suas atividades fazem com que a aceitação dessas normas aumente e a comunidade se sinta mais responsável no seu cumprimento, diminuindo a necessidade de intervenção do órgão regulador.*

71. Esses pressupostos refletem a preocupação de reduzir o porte e de tornar a atuação do órgão regulador mais eficiente, já que este só poderia ter uma ação sensível, ágil e eficaz caso duplicasse inúmeras funções desempenhadas por entidades privadas existentes no mercado de valores mobiliários. Além disso, o maior zelo na observância das normas, decorrente da participação em sua elaboração e da consciência da importância de sua preservação, implica menor dispêndio de recursos nas tarefas de acompanhamento e fiscalização de seu cumprimento.

72. Por outro lado, na delegação de poderes de normatização e fiscalização, o órgão regulador conserva competências residuais que lhe permitem evitar possíveis inconvenientes da autorregulação, como a complacência em relação a assuntos de interesse público, a tendência à autoproteção dos regulados, a leniência na imposição de sanções e atitudes tolerantes, decorrentes do desejo de evitar publicidade negativa aos negócios.

73. Vistos esses princípios orientadores, bem como as atribuições, competências e poderes da autarquia, um passo seguinte é a compreensão da estrutura organizacional da entidade

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

supervisora do sistema financeiro nacional, com vistas ao entendimento de sua atuação em termos regulatórios e fiscalizatórios, objeto deste trabalho.

74. Antes disso, contudo, faz-se pertinente, visando à compreensão não apenas da estrutura organizacional da CVM, como também dos achados que serão ulteriormente apresentados, contextualizar e explicar alguns conceitos essenciais, tais quais: valores mobiliários, fundos de investimento, companhias abertas, oferta pública, bolsa de valores, funcionamento e participantes do mercado.

Valores mobiliários: ações, debêntures e outros

75.Alguns ativos ou títulos financeiros são classificados como valores mobiliários. A caracterização de um ativo ou título como valor mobiliário é importante porque dela depende a submissão ou não às regras e à fiscalização da CVM, com significativa mudança na forma como esses ativos ou títulos podem ser ofertados e negociados no mercado.

76.Originalmente, a lei 6.385/76 conceituou valor mobiliário de forma bastante restritiva. Com o tempo, a lei e a regulamentação incluíram no rol de valores mobiliários diversos outros títulos e contratos de investimento. Com a edição da Medida Provisória 1.637/98, posteriormente convertida na lei 10.198/01, procurou-se conceituar valor mobiliário de forma mais ampla, com o intuito de abranger boa parte das modalidades de captação pública de recursos. De acordo com essa nova definição, "são valores mobiliários, quando ofertados publicamente, quaisquer títulos ou contratos de investimento coletivo que gerem direito de participação, de parceria ou remuneração, inclusive resultante da prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros".

77.A lei 10.303/2001 incorporou esse conceito ao artigo 2º da lei 6.385/76, que atualmente vigora com a seguinte redação:

> *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.*
> *§ 1º Excluem-se do regime desta Lei:*
> *I - os títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal;*
> *II - os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira, exceto as debêntures.*

78.Dessa forma, pode-se dizer que são valores mobiliários todos os listados nos incisos I ao VIII do artigo 2º da Lei 6.385/76, bem como quaisquer outros criados e assim definidos por lei ou regulamentação específica, tais quais: os certificados de recebíveis imobiliários - CRI's; os certificados de investimentos audiovisuais; as cotas de fundos de investimento imobiliário – FII; e quaisquer títulos ou contratos de investimento coletivo que se enquadrem no inciso IX da lei, conforme citado acima.

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

79.É importante destacar que a lei expressamente retira da lista de valores mobiliários os títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal e os títulos cambiais de responsabilidade das instituições financeiras, exceto as debêntures. Portanto, se a captação é feita por entes governamentais ou por instituições financeiras, com a responsabilidade destas, esses títulos não estão sob a tutela da CVM.

80.Entre os principais títulos emitidos por companhias e caracterizados como valores mobiliários, podem ser citadas a ação e a debênture. Além disso, podem ser mencionados: bônus de subscrição, nota promissória e letra financeira. Uma breve explanação de cada um é realizada a seguir.

81.A ação é a menor parcela do capital social das companhias ou sociedades por ações. É, portanto, um título patrimonial e, como tal, concede aos seus titulares, os acionistas, todos os direitos e deveres de um sócio, no limite das ações possuídas.

82.Uma ação é um valor mobiliário, expressamente previsto em lei. No entanto, apesar de todas as companhias ou sociedades por ações terem o seu capital dividido em ações, somente as ações emitidas por companhias registradas na CVM, chamadas companhias abertas, podem ser negociadas publicamente no mercado de valores mobiliários.

83.A principal forma de participação dos acionistas no lucro da companhia é por meio do recebimento de dividendos, de juros sobre o capital próprio e de bonificações. Esses pagamentos são realizados conforme o desempenho financeiro da empresa: se ela tem lucro, em geral há a distribuição de parte desses ganhos para os sócios. O percentual desse lucro e o valor final que será direcionado aos acionistas varia conforme uma série de fatores, incluindo, entre outros, a necessidade de investimentos para cumprir o plano de crescimento da empresa, o caixa disponível para a realização desse desembolso financeiro e os valores mínimos determinados pelo Estatuto Social da companhia.

84.Os acionistas ou sócios podem ganhar também com a possível valorização do preço das ações. Entretanto, não há garantia de valorização. Ao contrário, o preço está sujeito a uma série de fatores internos e externos. Ele depende não só do desempenho da própria companhia, mas também das perspectivas para o setor em que ela atua e para a economia de uma forma geral. Em casos extremos, as ações podem, inclusive, perder totalmente seu valor, como é o caso, por exemplo, da liquidação de uma companhia (falência), em que todo o patrimônio seja usado para quitar as dívidas existentes.

85.O resultado de um investimento em ações, em teoria, depende fundamentalmente da gestão da companhia e das condições gerais da economia, sendo esse tipo de investimento considerado como de renda variável, sujeito ao risco de mercado inerente aos negócios empresariais e à economia. Diz-se em teoria porque pode haver manipulações no mercado ou uso de informações relevantes não divulgadas, entre outros fatores, com capacidade de ensejar resultados negativos independentemente da gestão e das condições da economia. Cabe à CVM zelar para que o mercado se comporte de forma regular.

86.As debêntures, por sua vez, são títulos de dívida emitidos por sociedades por ações e que conferem aos seus titulares direitos de crédito contra a companhia emissora. Por definição da lei 6.385/76, são também valores mobiliários. São instrumentos de captação de recursos no mercado de capitais que as empresas utilizam para financiar seus projetos ou gerenciar suas dívidas. Os recursos captados pela empresa por meio da distribuição de debêntures podem ter diferentes usos: investimentos em novas instalações, alongamento do perfil das dívidas, financiamento de capital de giro etc.

87.O investidor que adquire debêntures (ou debenturista), ao disponibilizar seus recursos para serem utilizados pela companhia, faz jus ao recebimento de uma remuneração, conforme condições pré-estabelecidas. Ao adquirir debêntures, o investidor não está virando sócio da companhia, como acontece com as ações. Na verdade, o debenturista está emprestando dinheiro para a companhia, que se compromete a devolver os valores emprestados e pagar juros por esta operação, conforme prazos e condições previamente combinados.

88.Desta forma, a debênture é um título de crédito privado de renda fixa em que os debenturistas são credores da empresa e esperam receber juros periódicos e o pagamento do principal –

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

correspondente ao valor unitário da debênture – no vencimento do título ou mediante amortizações, conforme estipulado em um contrato específico chamado "Escritura de Emissão".

89.Em regra, a competência para deliberar sobre a emissão de debêntures é privativa da assembleia geral de acionistas, que deverá fixar as condições e critérios da emissão. Entretanto, na companhia aberta, o conselho de administração poderá deliberar sobre a emissão de debêntures não conversíveis em ações, respeitadas as condições estatutárias. Além disso, o estatuto da companhia aberta poderá autorizar o conselho de administração a deliberar sobre emissão de debêntures conversíveis em ações, desde que dentro do limite de capital autorizado e respeitadas as condições estabelecidas em lei.

90.Na emissão de debêntures, é obrigatória a elaboração de um documento chamado "Escritura de Emissão", onde são especificados os direitos e deveres dos debenturistas e da emissora. A escritura de emissão de debêntures distribuídas ou admitidas à negociação no mercado terá obrigatoriamente a intervenção de um "Agente Fiduciário" dos debenturistas, que poderá ser uma pessoa física que atenda aos requisitos para o exercício de cargo em órgão de administração da companhia, ou instituição financeira que tenha por objeto social a administração ou a custódia de bens de terceiros.

91.O agente fiduciário representa os interesses dos debenturistas, verificando o cumprimento das condições pactuadas na Escritura, além de ser responsável pela elaboração de relatórios de acompanhamento. Outros agentes também participam da emissão e distribuição das debêntures, tais como a instituição líder, os intermediários contratados, um banco mandatário e escriturador, auditores independentes e consultores legais.

92.Nas ofertas públicas de distribuição de debêntures (registradas na CVM), todas as informações relativas à emissão são encontradas no Prospecto de Distribuição, o qual é disponibilizado aos investidores durante a oferta. Esse Prospecto deve seguir a Instrução CVM 400/03.

93.No entanto, as debêntures podem também ser distribuídas na modalidade conhecida como "distribuição com esforços restritos", conforme a Instrução CVM 476/09, que são sujeitas a regras mais simples. Porém, nessa hipótese, a oferta deverá ser dirigida a um máximo estabelecido de investidores qualificados e subscrita por outro máximo estabelecido desses investidores. Além disso, nessa hipótese, há restrições para as negociações.

94.Os debenturistas são credores da companhia e são remunerados pelo investimento (juros fixos ou variáveis, participação no lucro da companhia, prêmio etc.), nas condições e prazos definidos na Escritura de Emissão, além da quantia relativa ao valor investido, que pode ser recebida no vencimento ou antes, mediante amortização do valor nominal da debênture.

95.A emissão da debênture poderá ser efetuada com ou sem garantias. No caso da emissão com garantia, pode haver garantia real ou flutuante, e no caso de emissão sem garantia podem ser quirografárias ou subordinadas. As debêntures podem ainda ser classificadas em simples, não podendo ser convertidas em ações da companhia emissora, ou conversíveis, em que possuem cláusula permitindo que sejam convertidas em ações ao término de prazo determinado ou a qualquer tempo, conforme estabelecido na escritura de emissão.

96.Ainda em relação aos valores mobiliários emitidos por companhias abertas, pode-se falar no bônus de subscrição, que são títulos negociáveis emitidos que conferem aos seus titulares, nas condições constantes do certificado, o direito de subscrever ações do capital social da companhia, dentro do limite de capital autorizado no estatuto. Os bônus de subscrição podem ser atribuídos, como vantagem adicional sem custo, aos subscritores de emissões de ações e debêntures.

97.Os bônus de subscrição não se confundem com os direitos de subscrição. Estes são os direitos que a lei confere aos acionistas para subscrever ações (ou títulos conversíveis) em novas emissões. Portanto, em uma nova emissão de ações, debêntures conversíveis em ações ou mesmo bônus de subscrição, os acionistas têm preferência para subscrever a emissão por um determinado período. Durante esse período, o direito pode ser negociado, mas, ao fim do prazo estipulado, caso não tenha sido exercido, ele é extinto.

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

98.Nota promissória, ou commercial paper, é um título de crédito que representa uma promessa de pagamento do emissor (devedor) a determinado favorecido (credor), de certo valor em certa data. É um documento negociável, representativo de uma dívida ou direito a receber. Podem ser emitidas como simples promessa de pagamento de uma dívida, como garantia de contratos de empréstimos, ou também para captação de recursos financeiros pelas empresas.

99.O Conselho Monetário Nacional definiu como valores mobiliários as notas promissórias emitidas por sociedades por ações, destinadas à oferta pública. Diferenciam-se das debêntures especialmente no que se refere ao prazo da emissão: as notas promissórias emitidas por companhias abertas devem ter prazo entre 30 e 360 dias, enquanto as debêntures costumam ter prazos mais longos.

100. A letra financeira é um título de crédito de emissão exclusiva de instituições financeiras que consiste em "promessa de pagamento em dinheiro, nominativo, transferível e de livre negociação", como definido na Lei nº 12.249/2010 e que possui características de um instrumento de captação de médio e longo prazo.

101. A crise financeira de 2008 evidenciou o fato de que as instituições financeiras podem sofrer sérias dificuldades de liquidez, capazes de afetar o funcionamento eficiente do mercado financeiro e da economia, especialmente em virtude do descasamento existente entre os seus ativos e passivos. No Brasil, apesar do excelente arcabouço prudencial, isso é ainda mais relevante, uma vez que essas instituições captam recursos a prazo principalmente pela emissão de Certificados de Depósito Bancário (CDB), que na maior parte dos casos possuem liquidez diária. Portanto, na prática, os bancos captam através de instrumentos de curto prazo (CDB) e emprestam a médio e longo prazo (financiamentos e empréstimos), causando um descasamento de prazos e dificultando a gestão da liquidez dos negócios da instituição, sobretudo em momentos de crise no mercado.

102. Esse risco poderia ser reduzido com a utilização de instrumento que permita às instituições financeiras captar recursos de médio e longo prazo, que lhes propicie gerenciar mais adequadamente, e com segurança jurídica, a sua liquidez. Essa foi a principal motivação para a criação da Letra Financeira, e demonstra a importância desse novo instrumento para o financiamento de projetos de longo prazo e para a promoção da estabilidade do sistema financeiro.

103. Estão autorizados a emitir letra financeira: os bancos múltiplos, os bancos comerciais, os bancos de desenvolvimento, os bancos de investimento, as sociedades de crédito, financiamento e investimento, as caixas econômicas, as companhias hipotecárias, as sociedades de crédito imobiliário e o BNDES.

104. Devido às suas características, a letra financeira apresenta contornos semelhantes aos das debêntures, razão pela qual é informalmente chamada de "debênture dos bancos", já que essas instituições financeiras não podem emitir tais títulos.

105. A partir da apresentação dos valores mobiliários e dos títulos emitidos pelas companhias abertas (ação, debênture, bônus de subscrição, nota promissória e letra financeira), prossegue-se, com vistas a melhor compreensão dos achados deste relatório, à contextualização e conceituação de outros aspectos relacionados ao objeto do trabalho, tais quais: fundos de investimento, companhias abertas, oferta pública, bolsa de valores, funcionamento e participantes do mercado.

Fundos de Investimento

106. Fundo de Investimento é uma comunhão de recursos, captados de pessoas físicas ou jurídicas, com o objetivo de obter ganhos financeiros a partir da aplicação em títulos e valores mobiliários. Esses recursos são usados para comprar bens (títulos) que serão de todos os investidores do fundo, na proporção de seus investimentos. Seu objetivo, portanto, é promover a aplicação coletiva dos recursos de seus participantes.

107. A indústria de fundos no Brasil possui um volume de investimento bastante significativo, com mais de 5 trilhões de reais distribuídos em um total que se aproxima de 20.000 fundos de investimentos.

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

108. Um fundo é organizado sob a forma de condomínio e seu patrimônio é dividido em cotas, cujo valor é calculado diariamente por meio da divisão do patrimônio líquido pelo número de cotas existentes. As cotas dos fundos são valores mobiliários, conforme disposto na lei 6.385/76. Uma cota é uma fração de um fundo, e a soma de todas as cotas dos investidores resulta no valor do patrimônio de um fundo de investimento.

109. Quando o investidor aplica seu dinheiro em um fundo, ele está adquirindo uma determinada quantidade de cotas, cujo valor é diariamente apurado pela instituição que administra o fundo. Para calcular o quanto você obteve de rendimento, basta dividir o valor atual da cota pelo valor da cota do dia da aplicação. Para apurar o valor atual do investimento, basta multiplicar a quantidade de cotas pelo seu valor no dia.

110. O valor da cota se altera diariamente, conforme o rendimento do fundo, mas a quantidade de cotas que um investidor possui é sempre a mesma, a menos que seja feito um resgate pelo investidor (sua quantidade de cotas diminui), seja feita uma nova aplicação (um novo montante de cotas está sendo adquirido) ou seja recolhido o Imposto de Renda (o valor devido de IR é abatido em quantidade de cotas).

111. A entrada de um novo cotista não altera a posição dos demais cotistas do fundo, que continuam com o mesmo número e valor das cotas que possuíam antes. A entrada do novo investidor implica somente a criação de novas cotas e o aumento do patrimônio do fundo.

112. Existem alguns motivos que podem levar alguém a investir com a ajuda de um fundo, tais quais contar com gestão profissional para o seu dinheiro e ter acesso à uma estratégia de diversificação a custos menores. O investidor tem ainda a vantagem de conseguir resgatar rapidamente o seu dinheiro.

113. Os fundos de investimento possibilitam que investidores de perfil similar, com objetivo, estratégias e tolerância a risco parecidos, concentrem recursos para aumentar seu poder de negociação e diluir os custos de administração, além de contarem com profissionais especializados, dedicados exclusivamente à gestão dos recursos.

114. Por outro lado, as desvantagens das aplicações em Fundos de Investimento estão muito associadas ao fato do investidor delegar a terceiros a administração de seus recursos, o que implica falta de autonomia na tomada de decisão, submissão a regras previamente estabelecidas e à vontade da maioria dos cotistas, entre outras.

115. Quando se coloca dinheiro no fundo, as economias são entregues para um gestor profissional. Esses especialistas são treinados para escolher aplicações e monitorar o mercado diariamente, avaliando as melhores opções de investimento. Para pessoas que não possuem grande conhecimento do mercado ou que não tenham interesse ou tempo para se especializar no assunto, pode ser uma boa opção contar com essa ajuda profissional.

116. Assim como acontece no condomínio de um prédio residencial ou comercial, os custos em um fundo são diluídos porque são divididos por todos os investidores. Um exemplo disso é um gestor: um investidor sozinho, provavelmente, não conseguiria contratar um profissional que se dedicasse a cuidar todos os dias dos seus investimentos. Por outro lado, milhares de investidores juntos no fundo conseguem fazer isso pagando uma taxa que serve, entre outras coisas, para remunerar estes profissionais que cuidarão dos recursos.

Fundos de Investimento: classificações

117. Os fundos de investimento podem ser organizados sob a forma de condomínios abertos, normalmente constituídos para existir por tempo indeterminado, ou condomínios fechados, que podem ter tempo de duração predeterminado. Nos fundos abertos é permitida a entrada de novos cotistas ou o aumento da participação dos antigos por meio de novos investimentos, assim como é permitida a saída de cotistas, por meio de resgates de cotas, isto é, a venda de ativos do fundo para a entrega do valor correspondente ao cotista que efetuou o resgate, total ou parcial, de suas cotas.

118. Já nos fundos fechados, a entrada e a saída de cotistas a qualquer momento não é permitida. Após o período de captação de recursos pelo fundo, não são admitidos novos cotistas nem novos investimentos pelos antigos cotistas (embora possam ser abertas novas fases de

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

investimento, conhecidas no mercado como "rodadas de investimento"). Ou seja, existem períodos bem definidos durante os quais o fundo "abre para captação".

119. Como não é admitido o resgate de cotas por decisão do cotista, ele tem que vender suas cotas a terceiros se quiser receber o seu valor antes do encerramento do fundo. Por este motivo, diversos fundos fechados passaram a ser negociados em mercados organizados de bolsa ou balcão, facilitando a "revenda" das cotas a outros investidores interessados.

120. Os Fundos Exclusivos, por sua vez, são fundos de investimento constituídos para receber aplicações de um único cotista. Oferecem uma gestão bastante personalizada dos recursos e normalmente são disponibilizados pelos administradores apenas a clientes que possuem alto volume de recursos disponíveis para aplicação. Além disso, o investidor pode conseguir algumas vantagens tributárias, pois a incidência do imposto de renda normalmente ocorre apenas no resgate das cotas pelo investidor, ainda que sejam realizadas diversas operações de compra e venda de ativos pelo fundo. Ou seja, ao contrário do que acontece com um investidor pessoa física, o fundo pode vender um ativo e comprar outro sem pagar imposto de renda no momento da operação, ainda que tenha havido ganho de capital.

121. Os fundos podem ser negociados em bolsa de valores, de maneira parecida com o que ocorre com uma ação. Esta situação é comum para fundos fechados, pois como o investidor não pode solicitar ao administrador o resgate do investimento, a negociação em bolsa foi uma forma encontrada para que esses investidores pudessem "sair" do seu investimento.

122. O exemplo mais comum dos negociados em bolsa são os Fundos de Investimento Imobiliário (FII), mas também há Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC) e Fundos de Investimento em Participações (FIP). Há outro tipo de fundo que, apesar de não ser um fundo fechado, foi desenhado especificamente para ser negociado em bolsa de valores: os Fundos de Índice (ou ETF, Exchange Traded Funds).

123. Os fundos de investimento são classificados pela CVM, como regulador, e pela Anbima, como entidade autorreguladora do mercado de fundos. A classificação CVM faz uma diferenciação dos grupos mais voltada à separação por classe de risco, enquanto a classificação Anbima, desdobra essa divisão, com um maior detalhamento, visando a uma melhor comparabilidade dos fundos de investimento.

124. De forma geral, os fundos de investimento podem ser classificados principalmente quanto aos ativos nos quais eles estão autorizados a investir seu patrimônio, podendo ser: de curto prazo, referenciados (acompanham a variação de algum indicador), de renda fixa, de ações, cambiais, de dívida externa, multimercado (pode investir em diferentes tipos de ativos) e de recebíveis (também chamados de fundos de investimento em direitos creditórios – FIDC), de investimento imobiliário, de índice e de investimento em participações (são os FIP, também chamados de fundos de private equity).

125. Os FIPs são destinados exclusivamente a investidores qualificados e devem ser constituídos sob a forma de condomínios fechados. Seus recursos são destinados à aquisição de ações, debêntures, bônus de subscrição e outros títulos e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações de emissão de companhias abertas ou fechadas. Tais aquisições devem propiciar ao fundo, como regra geral, participação no processo decisório da companhia investida, com efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão.

126. Existem outros fundos, ainda mais específicos em termos de origem e aplicação dos recursos, tais quais o Fundo Mútuo de Privatização (FI – FGTS), os Fundos de Financiamento da Indústria Cinematográfica Nacional (FUNCINE), o Fundo de Investimento Cultural e Artístico (FICART), os Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes (FMIEE, conhecidos como Fundos de venture capital), Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes de Capital Estrangeiro, Fundos Mútuos de Investimento em Ações de Sociedades Incentivadas e Fundos de Investimento em Cotas (FIC), entre outros.

127. Os fundos que contêm em seu nome a expressão "Fundo de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento", também conhecidos como FIC ou FICFI, são fundos que, em vez de investir diretamente nos ativos objetos de seu regulamento, optam por adquirir cotas de outros fundos de investimento. Como regra geral, pelo menos 95% do patrimônio do fundo deve ser investido em cotas de outros fundos. Além disso, os FICFI são divididos nas mesmas classes dos FI

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

e só podem aplicar em cotas de fundos desta mesma classe, com exceção dos FIC Multimercado que, por sua própria natureza, podem aplicar em quaisquer outros tipos de fundos.

128. Muitas instituições optam por criar alguns fundos de investimento principais (FI) e outros diversos FICFI que investem naqueles FI principais. Esta estrutura é conhecida como "Master&Feeder". Como cada fundo só pode oferecer uma única taxa de administração e um único valor de aplicação inicial para todos os investidores, as instituições precisam criar diferentes fundos de investimento para atender aos diversos perfis de clientes que possuem. Por outro lado, um grande número de fundos exige maior esforço para a gestão dos ativos.

129. Uma das vantagens da estratégia "Master&Feeder" atua justamente no balanceamento entre a quantidade de fundos e os custos de gestão: cria-se apenas um grande FI (Master) que centraliza o trabalho mais crítico de gestão e uma grande variedade de outros fundos FIC (Feeder) que atendam aos diversos perfis de investidores.

Fundos de investimentos: administração e gestão

130. O administrador é o responsável geral pelo fundo de investimento, devendo estar identificado no regulamento. Na constituição do fundo, o administrador aprova também o regulamento. Compete também a ele a realização de uma série de atividades gerenciais e operacionais relacionadas com os cotistas e seus investimentos.

131. Dentre as suas atribuições, destacam-se: praticar todos os atos necessários à administração da carteira do Fundo, caso esta não seja terceirizada, bem como exercer todos os direitos inerentes aos ativos que a integrem, dentro dos limites legais e das regras estabelecidas pela CVM; contratar obrigatoriamente um auditor independente, que deverá ser registrado na CVM, para auditar as demonstrações contábeis do Fundo; contratar, se for o caso, outra pessoa física ou jurídica, devidamente credenciada pela CVM, para gerenciar a carteira do Fundo; contratar terceiros, legalmente habilitados, para a prestação dos serviços relativos à tesouraria, escrituração, custódia, consultoria, distribuição e classificação de risco.

132. O administrador do fundo assume diversas obrigações, perante a CVM e os cotistas, como a manutenção do serviço de atendimento ao cotista, que se encarregará de prestar esclarecimentos e responder às reclamações feitas. Uma das principais obrigações do administrador de um fundo de investimento é a divulgação de informações aos investidores, na periodicidade, prazo e teor definidos pela regulamentação da CVM. Esta divulgação deve ser feita de forma imparcial entre todos os cotistas. É vedado ao Administrador prometer rendimentos predeterminados aos cotistas do Fundo.

133. O Gestor de Carteira é responsável pela gestão profissional, conforme estabelecido no seu regulamento, dos ativos financeiros integrantes da carteira do fundo. Essa função deve ser desempenhada por pessoa natural ou jurídica credenciada como administrador de carteira de valores mobiliários pela CVM. O gestor tem poderes para negociar os ativos financeiros em nome do fundo de investimento e exercer o direito de voto decorrente dos ativos financeiros detidos por ele, realizando todas as demais ações necessárias para tal exercício, observado o disposto na política de voto.

134. Dentre as suas principais atividades, destacam-se: escolher os ativos que irão compor a carteira do fundo, selecionando aqueles com melhor perspectiva de rentabilidade, dado um determinado nível de risco compatível com a política de investimento do Fundo; e emitir as ordens de compra e venda com relação aos ativos que compõem a carteira do Fundo, em nome do Fundo.

135. Tanto o Administrador do Fundo como o Gestor da Carteira devem estar devidamente credenciados na CVM. Se o administrador e/ou o gestor da carteira do fundo forem descredenciados por decisão da CVM para o exercício de administração de carteira, eles devem ser substituídos. Nesta hipótese, a CVM nomeará um administrador temporário até a eleição de nova administração.

Companhias abertas

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

136. Entre o conjunto de regulados da CVM, destacam-se as companhias abertas. Far-se-á nesta seção um apanhado de características dessas companhias e das regras a que estão sujeitas, sempre com o foco no papel regulatório da CVM.

137. Duas das principais características das companhias, também chamadas de Sociedades Anônimas, ou Sociedades por Ações (S.A.), estão claramente definidas logo no primeiro artigo da lei 6.404/76, Lei das Sociedades Anônimas (LSA):

Art. 1º A companhia ou sociedade anônima terá o capital dividido em ações, e a responsabilidade dos sócios ou acionistas será limitada ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas.

138. Nas companhias, o capital social é dividido em ações que são subscritas pelos sócios, os acionistas. Elas são consideradas sociedades de capital, pois, ao contrário do que ocorre, por exemplo, nas Sociedades por Cotas de Responsabilidade Limitada, não há nenhum contrato que ligue diretamente os sócios. As ações são, a princípio, de livre negociação, podendo cada um dos acionistas negociar sua participação na sociedade quando melhor lhe convier, sem necessidade de concordância dos demais sócios.

139. Em relação à responsabilidade, cada acionista responde apenas pelo preço de emissão das suas ações, não possuindo nenhuma responsabilidade adicional por compromissos assumidos pela companhia, nem mesmo no caso de liquidação da companhia.

140. As companhias podem ser classificadas em duas espécies: aberta, que são companhias cujos valores mobiliários estão admitidos à negociação em mercados organizados de Bolsa ou Balcão, devendo ser obrigatoriamente registradas; ou fechadas, que são aquelas que não possuem valores mobiliários de sua emissão negociados em mercados organizados, será considerada uma companhia fechada (companhia de capital fechado).

141. Quando as pessoas se dispõem a aplicar seus esforços e capitais em um determinado empreendimento por meio de uma sociedade, fazem-no com o objetivo de, após determinado tempo, se apropriar dos lucros do negócio, os quais serão repartidos entre os sócios empreendedores. Da mesma forma, quem investe em uma companhia aberta deseja participar dos lucros que vierem a ser obtidos. Seja subscrevendo ações em um aumento de capital, seja adquirindo-as no mercado, o investidor está buscando aplicar seus recursos em uma empresa que consiga bons resultados em suas atividades para participar do seu rateio depois.

142. Por isso, a lei das S.A. estabelece que um dos direitos essenciais de qualquer acionista de uma companhia, seja ela aberta ou fechada, é o de participar dos lucros, sob a forma de distribuição de dividendos. Nem todos os acionistas participam destes lucros em igualdade de condições, uma vez que certas espécies e classes de ações podem conferir aos seus titulares vantagens econômicas diferentes em relação aos titulares de outras.

143. Além disso, todos os acionistas, independentemente da espécie ou classe de ações de que sejam titulares, têm o direito de participar das assembleias, expressar sua opinião sobre as matérias objeto de discussão e requerer esclarecimentos à mesa ou aos administradores presentes. Os acionistas poderão também se candidatar e ser votados para integrar os órgãos de administração e o conselho fiscal da companhia.

144. Os acionistas titulares de ações ordinárias têm, necessariamente, o direito de voto nas deliberações da Assembleia Geral. Por este motivo o voto é considerado um direito fundamental dos titulares de ações ordinárias, tanto que a Lei das S.A. estabelece que cada ação ordinária deve corresponder a um voto nas deliberações da Assembleia Geral. Por outro lado, a lei admite que o estatuto social preveja a existência de uma ou mais classes de ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito.

145. Para proteger os direitos dos acionistas, mormente os minoritários, são necessárias regras relacionadas à divulgação de informações pelas companhias abertas. O modelo regulatório brasileiro ressalta a importância do sistema de divulgação e disseminação de informações pelos emissores de valores mobiliários. A política de divulgação de informações tem regras bem definidas pela CVM, de aplicação obrigatória pelas companhias abertas.

146. O objetivo é permitir aos investidores e potenciais investidores tomar decisões de compra, venda ou manutenção de posições a partir do fornecimento de informações completas, iguais e disponibilizadas simultaneamente para todos, em consonância com o que é conhecido como princípio do full disclosure.

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

147. O rigor da regulação da CVM e o surgimento de novos veículos de comunicação, como a internet, aceleram a velocidade de divulgação de informações e ampliam o seu alcance a um número considerável de agentes ao mesmo tempo. A qualidade dos dados divulgados, nesse cenário, precisa ser ainda mais apurada e previamente debatida dentro da companhia para se adequar às exigências da regulação e dos padrões de demanda dos investidores.

148. O debate sobre as melhores práticas de divulgação cresceu nos últimos anos, e deve ser acompanhado atentamente pelos departamentos de Relações com Investidores (RI). ***O sistema deve ser eficiente para impedir a utilização de informação privilegiada (inside information)*** *e contribuir para que os preços dos ativos reflitam a disponibilização de informações, de modo adequado, a todos os agentes simultaneamente.*

149. O atendimento a todos os públicos estratégicos da companhia passa também, necessariamente, pela superação de eventuais dificuldades de comunicação, buscando fornecer informações de modo democrático e ágil. Cabe à área de RI organizar seu trabalho de maneira a atender adequadamente à demanda desses públicos diferenciados: academia, organizações não governamentais, órgãos reguladores, fornecedores, acionistas, clientes, investidores, analistas, institutos e imprensa.

150. As informações que as empresas listadas em Bolsa são obrigadas a divulgar ao mercado, aos acionistas e aos investidores estão definidas na lei das S.A. e na regulamentação da CVM, incluindo, entre outras, demonstrações financeiras, formulário de referência, formulários de demonstrações financeiras padronizadas, formulário de informações trimestrais, atos ou fatos relevantes, editais de convocação e atas de assembleias.

151. Importante ressaltar que o crescente impacto da globalização da economia e a necessidade de captação de recursos financeiros internacionais levam a uma exigência cada vez maior de uniformidade na apresentação das informações financeiras e contábeis. Além disso, com a integração dos mercados de capitais de todo o mundo, aumenta a cada dia a demanda dos investidores internacionais por transparência e comparabilidade nas informações.

152. As constantes transformações no cenário econômico, principalmente aquelas decorrentes do poder de investimento de fontes externas de recursos têm exigido uma padronização e a utilização de um padrão internacional de normas e procedimentos contábeis, que proporcione transparência e confiabilidade aos usuários. A divulgação de informações sobre a situação patrimonial e financeira das empresas deve estar suportada em normas contábeis de alta qualidade que facilitem a análise, permitindo a comparabilidade com outras empresas e facilitando o entendimento por parte dos usuários.

153. A convergência contábil aos padrões internacionais tornou-se irreversível em um contexto de inserção do Brasil, na economia global e de fortalecimento do mercado de capitais nacional, uma vez que, a apresentação de dois conjuntos de demonstrações contábeis, um de acordo com os padrões nacionais e outro de acordo com os padrões internacionais, pode facilitar erros e ensejar confusões de interpretação. Adicionalmente, a convergência contábil amplia a transparência das empresas para investidores de vários mercados, tendo potencial para contribuir para a redução do custo de capital das empresas.

154. Nesse contexto, exerce importante papel o Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC), uma entidade autônoma criada pela Resolução nº 1.055/05 do Conselho Federal de Contabilidade, com o objetivo de estudar, preparar e emitir Pronunciamentos Técnicos, Orientações e Interpretações sobre procedimentos de contabilidade, visando à centralização e uniformização do seu processo de produção, levando sempre em conta a convergência da Contabilidade Brasileira aos padrões internacionais.

155. Os produtos mais conhecidos do CPC são os Pronunciamentos Técnicos, documentos que visam a esclarecer conceitos e harmonizando a forma de entendimento e utilização das normas contábeis. Cada Pronunciamento trata de um tema (ou alguns temas correlatos), com abordagem bastante detalhada, uniformizando conceitos e orientando sobre a forma de aplicação das normas.

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

156. Desde 2009 a CVM vem publicando Deliberações que aprovam os pronunciamentos técnicos contábeis, referendando seus termos e determinando sua aplicação para as demonstrações financeiras das companhias abertas. As demonstrações contábeis, também chamadas de demonstrações financeiras, acompanhadas do relatório da administração e do parecer do auditor independente, devem ser elaboradas ao final de cada exercício e publicadas no Diário Oficial da União ou do Estado e em outro jornal de grande circulação no prazo máximo de três meses após o encerramento de cada exercício social.

157. O objetivo das demonstrações contábeis é o de proporcionar informação acerca da posição patrimonial e financeira, do desempenho e dos fluxos de caixa da entidade que seja útil a um grande número de usuários em suas avaliações e tomada de decisões econômicas. As demonstrações também objetivam apresentar os resultados da atuação da administração, em face de seus deveres e responsabilidades na gestão diligente dos recursos que lhe foram confiados.

158. Também devem ser encaminhadas para a CVM e para a Bolsa na data de sua publicação ou quando forem colocadas à disposição dos acionistas (o que ocorrer primeiro), através de um sistema eletrônico. É importante destacar que as demonstrações financeiras aqui mencionadas não devem ser confundidas com eventuais publicações resumidas do demonstrativo, nem com as Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP).

159. O Formulário Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP) é um documento eletrônico que deve ser encaminhado à CVM pelo emissor nacional em até três meses contados do encerramento do exercício social (emissor estrangeiro em até quatro meses) ou na mesma data de envio das demonstrações financeiras de encerramento de exercício, o que ocorrer primeiro.

160. O formulário DFP traz, de uma forma padronizada, as demonstrações financeiras do exercício social de referência e dos dois exercícios anteriores. Por seu formato fixo e padronizado, este documento permite fácil comparação com os exercícios anteriores e até mesmo com os dados de outras companhias. Ressalta-se que o envio do formulário DFP, como regra geral, não dispensa o envio das demonstrações financeiras que serviram de base para o seu preenchimento e vice-versa. Ele é um documento complementar que oferece os mesmos dados em uma forma diferente, uniforme e comparativa.

161. O formulário ITR, por sua vez, é um importante instrumento de avaliação para os investidores, contendo as demonstrações contábeis elaboradas trimestralmente.

162. Outro instrumento de divulgação de informação é o Formulário de Referência, que segue um modelo de registro em que todas as informações referentes ao emissor, como atividades, fatores de risco, administração, estrutura de capital, dados financeiros, comentários dos administradores sobre esses dados, valores mobiliários emitidos e operações com partes relacionadas são reunidos em um único documento, que deve ser arquivado e atualizado regularmente no site da CVM.

*163. Além dessas publicações mencionadas, que devem ser divulgadas periodicamente, **quaisquer atos ou fatos relevantes devem ser comunicados prontamente**. São considerados relevantes todos os atos e fatos ocorridos nos negócios da companhia ou de suas controladas, inclusive decisões do acionista controlador e deliberações da assembleia geral ou dos órgãos de administração da companhia, ou qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico, que possa influir de modo ponderável:*

- *na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados;*
- *na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários;*
- *na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados.*

164. São exemplos de atos ou fatos potencialmente relevantes:

- *mudança ou transferência no controle da companhia, inclusive através de celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas;*
- *celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas em que a companhia seja parte interveniente; ingresso ou saída de sócio que mantenha, com a companhia, contrato ou colaboração operacional, financeira, tecnológica ou administrativa;*
- *autorização para negociação dos valores mobiliários de emissão da companhia em qualquer mercado, nacional ou estrangeiro;*
- *decisão de promover o cancelamento de registro da companhia aberta;*

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

- *incorporação, fusão, cisão, transformação ou dissolução da companhia ou envolvendo empresas ligadas;*
- *mudança na composição do patrimônio ou nos critérios contábeis, renegociação de dívidas e aprovação de plano de outorga de opção de compra de ações;*
- *aquisição de ações da empresa para permanência em tesouraria ou cancelamento e alienação de ações assim adquiridas;*
- *lucro ou prejuízo da companhia, atribuição de proventos em dinheiro, desdobramento ou grupamento de ações ou atribuição de bonificação;*
- *aprovação, alteração, desistência ou atraso na implantação de projeto;*
- *descoberta, mudança ou desenvolvimento de tecnologia ou de recursos da companhia;*
- *modificação de projeções divulgadas pela companhia;*
- *impetração de concordata, requerimento ou confissão de falência ou propositura de ação judicial que possa vir a afetar a situação econômico-financeira da companhia.*

165. Além de comunicar à CVM e à Bolsa, a empresa deve disseminar a informação por meio de seu site de relações com investidores e divulgando nos jornais de grande circulação normalmente utilizados pela companhia para publicações.

166. No campo da autorregulação, a Associação Brasileira de Companhias Abertas (ABRASCA) publicou o "Manual de Controle e Divulgação de Informações Relevantes", que versa sobre práticas a serem adotadas no tratamento de informações privilegiadas, objetivando prevenir o seu vazamento.

167. É importante, ainda, oferecer informações voluntárias ao mercado, abrangendo não apenas a apresentação de metas corporativas e setoriais, mas também uma série de dados gerados pelas mais diversas áreas da companhia.

168. A política de divulgação deve considerar que o mercado demanda, em ritmo crescente, um volume considerável de informações operacionais, técnicas e comerciais, efeito da globalização da economia e do interesse mais abrangente dos investidores a respeito de todos os indicadores capazes de alterar o desempenho futuro da companhia.

169. O mercado reconhece positivamente a postura de algumas companhias de oferecer altos níveis de transparência, com divulgação constante de informações que vão além daquelas exigidas na legislação. Trata-se inclusive de uma questão de boa governança corporativa.

170. Governança corporativa é o conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia e favorecer a sua longevidade ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores. É o sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre proprietários, Conselho de Administração, Diretoria e órgãos de controle.

171. Conforme teoria desenvolvida no âmbito da administração das companhias abertas, os executivos e conselheiros contratados pelos acionistas tenderiam a agir de forma a maximizar seus benefícios (maiores salários, maior estabilidade no emprego, mais poder, etc.), agindo em interesse próprio, e não segundo os interesses da empresa e de todos os acionistas e demais partes interessadas (stakeholders).

172. Para minimizar o problema, as empresas e seus acionistas deveriam adotar uma série de medidas para alinhar interesses dos envolvidos, objetivando, acima de tudo, o sucesso da empresa. Para tanto, foram propostas medidas que incluíam práticas de monitoramento, controle e ampla divulgação de informações. Atualmente convenciona-se chamar esse conjunto de práticas de governança corporativa.

173. A análise das práticas de governança corporativa aplicada ao mercado de capitais envolve, principalmente: transparência, equidade de tratamento dos acionistas e prestação de contas. As boas práticas de governança corporativa repercutem na redução de seu custo de capital, o que aumenta a viabilidade do mercado de capitais como alternativa de capitalização. Constitui, ainda, um conjunto de mecanismos através dos quais investidores, incluindo controladores, se protegem contra desvios de ativos por indivíduos que têm poder de influenciar ou tomar decisões em nome da companhia.

174. Entre os atores ou órgãos que influenciam e/ou tomam decisões pela companhia, referentes à própria estrutura da administração das companhias abertas, destacam-se a Assembleia Geral, o acionista controlador, o Conselho Fiscal, o Conselho de Administração e os diretores.

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

175. A realização de Assembleias Gerais, ordinárias ou extraordinárias, é um instrumento importante para o processo de participação dos acionistas nas deliberações que afetam a realidade da empresa.

176. Em um constante processo de aperfeiçoamento, à medida que o número de acionistas de uma companhia cresce, é desejável que as assembleias contem com um número cada vez mais expressivo de participantes. Diante disso, o departamento de Relações com Investidores passa a gerenciar novos desafios na convocação e instalação das assembleias, acompanhando as demandas dos acionistas e buscando formas de facilitar e estimular a participação de um público mais numeroso.

177. Em relação ao acionista controlador, o conceito atual em uma sociedade está associado a quem de fato exerce o poder de controle, podendo ser uma pessoa ou um grupo de acionistas. Há possibilidades para o exercício do poder de controle que não apenas a majoritária (exercida devido à propriedade da maioria absoluta das ações com direito a voto), caso do controle compartilhado, em que o poder é exercido por diversas pessoas em grupo constituído, por exemplo, em um acordo de acionistas.

178. Pode ainda existir a figura do controle minoritário, na hipótese de uma companhia com ações dispersas no mercado, em que um acionista ou grupo de acionistas, mesmo com menos da metade do capital votante, exerça de fato o poder de controle. E mais, mesmo em uma estrutura societária com um sócio majoritário, pode não ser este quem de fato exerça o poder de controle.

179. A importância em caracterizar o acionista controlador como quem tem efetivamente o poder de controle na sociedade está relacionada às implicações disso nos rumos dos negócios. Envolve mais que uma simples questão de direito, ao contrário, torna-se uma questão de fato, no sentido de identificar quem realmente tem poderes para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos demais órgãos. Assim, o acionista controlador deixa de ser visto como apenas mais um dentre todos os acionistas da companhia e passar a ser visto como se fosse um órgão da sociedade, integrante da estrutura, com objetivos, direitos e deveres.

180. A lei das S.A. apresenta duas características que devem estar presentes simultaneamente para a caracterização do acionista controlador: ser titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e usar efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.

181. O acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social. Embora tenha condições de fazer valer suas posições, o controlador não tem poderes ilimitados. Ele tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender.

182. A lei 6.404/76 determina expressamente a responsabilização dos acionistas controladores por atos praticados com abuso de poder, ou seja, o exercício do poder com fim distinto ao determinado na lei e no estatuto da companhia. A definição de limites para o poder de controle é uma preocupação em proteger os acionistas minoritários de possíveis abusos de poder dos controladores. Entre as modalidades de exercício abusivo de poder, podem ser mencionadas:

- *orientar a companhia para fim estranho ao objeto social ou lesivo ao interesse nacional, ou levá-la a favorecer outra sociedade, em prejuízo dos acionistas minoritários;*
- *promover alteração estatutária, emissão de valores mobiliários ou adoção de políticas que não tenham por fim o interesse da companhia e visem a causar prejuízo a acionistas minoritários, aos funcionários ou aos investidores;*
- *eleger administrador ou fiscal que sabe inapto, moral ou tecnicamente;*
- *induzir, ou tentar induzir, administrador ou fiscal a praticar ato ilegal;*
- *contratar com a companhia, diretamente ou através de outrem, ou de sociedade na qual tenha interesse, em condições de favorecimento ou não equitativas;*
- *aprovar ou fazer aprovar contas irregulares de administradores, por favorecimento pessoal, ou deixar de apurar denúncia que saiba ou devesse saber procedente, ou que justifique fundada suspeita de irregularidade.*

183. Outros dois órgãos importantes das companhias abertas são o Conselho Fiscal e o Conselho de Administração. O Conselho Fiscal é um órgão existente em todas as companhias,

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

abertas ou fechadas, mas não necessariamente sempre em funcionamento. O Conselho Fiscal será composto por três a cinco membros, indicados pela Assembleia Geral. Os titulares de ações preferenciais sem direito a voto, ou com voto restrito, têm direito a eleger um membro em votação em separado. Igual direito cabe aos acionistas minoritários titulares de ações ordinárias, desde que representem pelo menos 10% do capital social. Os demais membros serão indicados pelo acionista controlador.

184. O Conselho Fiscal é um órgão importante nas companhias, cabendo a ele a fiscalização da regularidade dos atos praticados pelos administradores. Nas companhias abertas a relevância é ainda maior, pois os acionistas minoritários, dispersos no mercado, nem sempre são capazes de se organizar de forma eficaz para exercer esta fiscalização.

185. Não se inserem no rol das atribuições conferidas ao Conselho Fiscal a competência para avaliar o mérito da gestão da companhia. O Conselho analisa a regularidade dos atos, mas não opina sobre a conveniência ou a qualidade das decisões da administração. Apesar de o órgão ser colegiado, a fiscalização pode ser exercida pelos membros individualmente. A competência do Conselho Fiscal inclui:

- *fiscalizar, por qualquer de seus membros, os atos dos administradores e verificar o cumprimento dos seus deveres legais e estatutários;*
- *opinar sobre o relatório anual da administração, fazendo constar do seu parecer as informações complementares que julgar necessárias ou úteis à deliberação da Assembleia Geral;*
- *opinar sobre as propostas dos órgãos da administração, a serem submetidas à Assembleia Geral, relativas a modificações do capital social, emissão de debêntures ou bônus de subscrição, planos de investimento ou orçamento de capital, distribuição de dividendos, transformação, incorporação, fusão ou cisão da companhia;*
- *denunciar, por qualquer de seus membros, ao Conselho de Administração e à Diretoria e, se estes não tomarem as providências necessárias para a proteção dos interesses da companhia, à Assembleia Geral, os erros, fraudes ou crimes que descobrirem, e sugerir providências úteis à companhia;*
- *convocar a Assembleia Geral Ordinária, se os órgãos da administração retardarem, por mais de um mês, essa convocação, e a Extraordinária, sempre que ocorrerem motivos graves ou urgentes, incluindo na agenda das assembleias as matérias que considerarem necessárias;*
- *analisar, ao menos trimestralmente, o balancete e demais demonstrações financeiras elaboradas periodicamente pela companhia;*
- *examinar as demonstrações financeiras do exercício social, e sobre elas opinar.*

186. O Conselho Fiscal, no exercício de suas funções, poderá requisitar informações aos administradores e auditores independentes da companhia. Poderá, também, formular questões a serem respondidas por peritos indicados pela diretoria da sociedade, para apurar ou esclarecer fatos relacionados às suas atividades.

187. O Conselho de Administração, por sua vez, é um órgão de natureza colegiada, composto por, no mínimo, três membros, eleitos pela Assembleia Geral e por ela destituíveis a qualquer tempo, obrigatório nas companhias abertas e nas de capital autorizado. Seus membros devem se reunir e deliberar sobre determinadas matérias definidas em lei e no estatuto social, tais como eleição dos diretores da companhia, escolha e destituição dos auditores independentes, orientação geral dos negócios e a prestação de garantias, pela companhia, a obrigações de terceiros.

188. Outra importante função do Conselho de Administração é fiscalizar a gestão dos diretores, que são responsáveis pela representação da companhia e pela implementação das deliberações da Assembleia Geral e do Conselho de Administração.

189. Em regra, as deliberações das Assembleias Gerais são tomadas por maioria dos votos, isto é, o acionista controlador tem o poder de aprovar matérias postas em votação. A fim de evitar que o acionista controlador sempre indique a totalidade do Conselho de Administração, a lei das S.A. criou alguns mecanismos visando facilitar a eleição de parte de seus membros por acionistas minoritários.

190. Importante aspecto a ser mencionado, no âmbito das companhias abertas, refere-se às reorganizações societárias, que são operações realizadas pelas companhias para reordenar sua estrutura, propriedade, operações, ativos ou estrutura de capital, com o objetivo de melhorar sua

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

eficiência operacional, obter benefícios tributários e aumentar a percepção de valor que o público tem da empresa.

191. Com a globalização da produção e a redução de barreiras no comércio mundial, as empresas viram-se obrigadas a aumentar sua produtividade e sua participação no mercado, na tentativa, principalmente, de obter ganhos de escala. Além disso, com objetivo de melhorar seu desempenho, muitas delas decidiram focar em apenas alguns setores, ou mesmo em apenas um, abrindo mão de atuar nas demais áreas e repassando parte de suas operações em atividades consideradas não estratégicas para seu novo direcionamento.

192. No direito brasileiro, as reorganizações societárias incluem os seguintes instrumentos:

- *Transformação: reorganização societária pela qual a sociedade passa de um tipo jurídico para outro, independentemente de dissolução e liquidação;*
- *Incorporação: operação através da qual uma sociedade, chamada incorporada, é absorvida por outra, a incorporadora. A sociedade incorporada deixa de existir juridicamente e todo seu patrimônio é absorvido pela incorporadora, que a sucede em todas as obrigações e direitos. Precisa ser aprovada pelas assembleias das duas companhias e deverão ser providenciadas avaliações do patrimônio por peritos e estabelecidas as relações de troca das ações, que é a quantidade de ações da incorporadora que os acionistas da incorporada receberão por sua parte na sociedade que deixará de existir. Não se confunde com a aquisição do controle acionário, pois neste a sociedade continua existindo, apenas passando a ter um novo sócio controlador. Na incorporação, ao contrário, uma das principais características é, justamente, a extinção jurídica da sociedade incorporada.*
- *Fusão: assim como na incorporação, na fusão, duas ou mais sociedades unem seus patrimônios. A diferença crucial, entretanto, é que nesta operação todas as sociedades fusionadas deixam de existir juridicamente, e uma nova sociedade é criada, com nova personalidade jurídica e sucedendo-lhes em todos os direitos e obrigações. O capital social da nova sociedade é integralizado com o patrimônio das sucedidas, sendo que as avaliações realizadas determinarão, portanto, a participação de cada acionista na nova companhia.*
- *Cisão: é caracterizada pela transferência de partes do patrimônio da sociedade cindida para uma ou mais sociedades, que podem ter sido constituídas para este fim ou já existirem. A cisão pode ser classificada em total ou parcial. Na primeira, a sociedade original deixa de existir, tendo todo o seu patrimônio sendo dividido em duas ou mais partes. No segundo caso, a cisão parcial, a sociedade original continua existindo, tendo apenas parte do seu patrimônio subtraído para a operação de cisão.*

193. Em relação aos diretores, parte executiva das companhias abertas, importante destacar o papel da diretoria de relação com investidores junto ao mercado, uma vez que envolvem atividades em que a comunicação irá contribuir positivamente para a justa avaliação da companhia.

*194. **O executivo de Relações com Investidores (RI) é responsável por uma comunicação** de mão dupla, pois **fornece ao mercado e entidades legisladoras e fiscalizadoras informações sobre dados históricos e perspectivas da companhia**, bem como informa à alta administração da companhia a percepção e as demandas das partes interessadas em relação à companhia.*

195. Os objetivos do departamento de RI podem ser resumidos de maneira relativamente simples: fornecer boa informação para analistas e investidores, ampliar e cativar a base acionária, identificando os investidores mais adequados ao perfil da companhia, moldar a mensagem da companhia de uma forma que claramente represente seu valor e enviar informações qualificadas sobre as respostas do mercado para a alta administração.

196. Embora essas metas sejam relativamente simples de listar, os meios para atingi-las podem ser complexos, requerendo vários tipos de recursos analíticos e estratégias de comunicação. O RI, portanto, é um meio de acesso às informações estratégicas, tanto do lado dos investidores quanto da companhia.

*197. O leque de ações é extenso e vai desde explicações para justificar critérios de avaliação de um determinado ativo contábil até informações detalhadas sobre estratégias de parceria no mercado, passando pelas **questões regulatórias** e direitos dos acionistas.*

198. A área de RI deve estar presente no dia a dia das companhias abertas e dos agentes do mercado, o que tende a se acentuar no caso das companhias que pretendem chegar ou já estão em níveis mais avançados de Governança Corporativa. A importância hierárquica e a valorização da

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

área de RI estão vinculadas aos objetivos de transparência e boas práticas de governança como elemento de geração de valor.

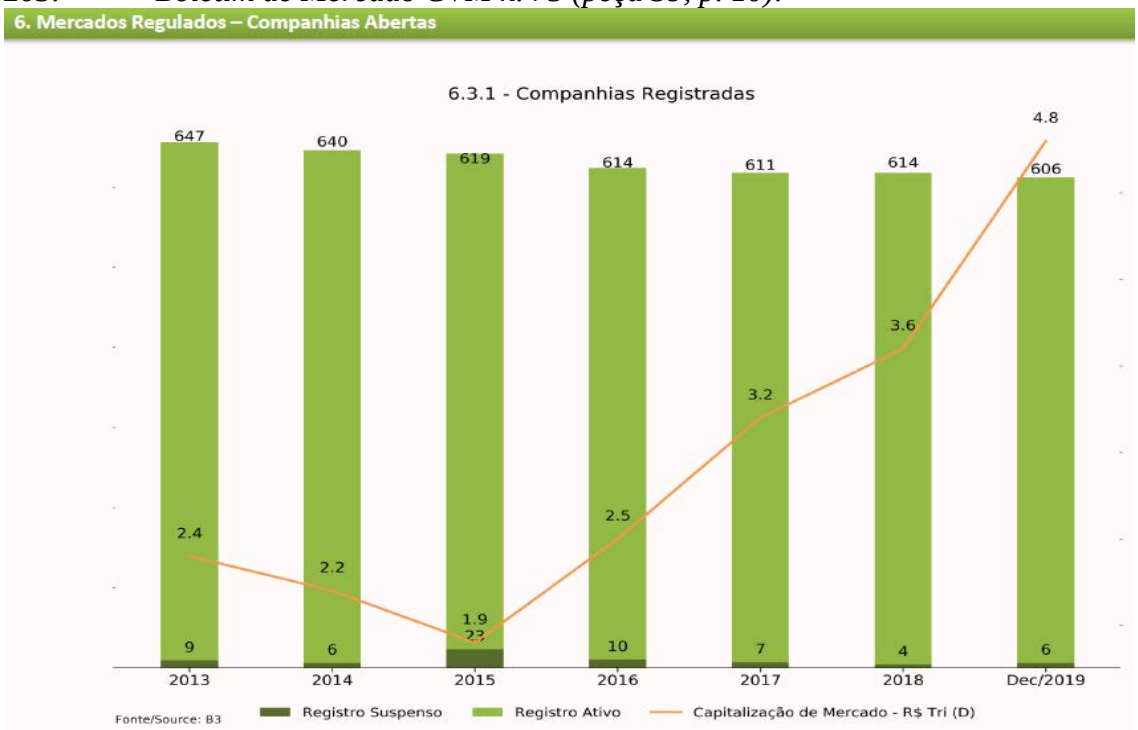
199. A boa circulação da área de RI dentro da companhia é indispensável, devendo o departamento de RI circular pelas outras áreas e ter acesso efetivo ao que acontece, receber informações atualizadas e acompanhar diariamente o fluxo de novidades tecnológicas, financeiras, mercadológicas, jurídicas e de comunicação.

200. A capacidade de interação com o conjunto da companhia pode fazer toda a diferença para garantir o sucesso da política de relacionamento com os agentes do mercado e assegurar o cumprimento, pelo Diretor de Relações com Investidor (DRI), do seu ***dever de garantir que sejam imediatamente divulgadas as informações relevantes, capazes de afetar a cotação dos valores mobiliários emitidos pela companhia e de influenciar nas decisões de investimento****. Entre as atribuições básicas da área de RI insere-se a atuação como* ***porta-voz da companhia na comunicação com o regulador, inclusive no que tange ao esclarecimento sobre eventuais fatos relevantes****.*

201. O acesso democrático às informações, seja para investidores individuais ou institucionais, é uma exigência legal. A CVM deixa bem claro em sua regulamentação que todos devem ser informados ao mesmo tempo e com a mesma qualidade de informação, seja por meio da mídia, reuniões públicas ou sites de RI. O fundamental é que o princípio do acesso igual e simultâneo seja respeitado e todos os públicos recebam o mesmo tratamento.

202. O Brasil tem atualmente cerca de seiscentas companhias abertas com registro ativo perante a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), pois algumas encontram-se com registro suspenso. De acordo com o artigo 22 da Lei 6.385/1976, "considera-se aberta a companhia cujos valores mobiliários estejam admitidos à negociação na bolsa ou no mercado de balcão". A Lei 10.303/2001 atualizou a definição, ao modificar o artigo 4º da Lei 6.404/76 (LSA): "Para os efeitos desta Lei, a companhia é aberta ou fechada conforme os valores mobiliários de sua emissão estejam ou não admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários". O § 1º do transcrito artigo 4º esclareceu ainda que "somente os valores mobiliários de emissão de companhia registrada na Comissão de Valores Mobiliários podem ser negociados no mercado de valores mobiliários". A tabela abaixo ilustra a evolução no número das companhias abertas brasileiras, cuja capitalização em mercado atingiu R$ 4,8 trilhões em dezembro de 2019:

203. Boletim de Mercado CVM n. 75 (peça 39, p. 10):



Fonte: CVM, Boletim de Mercado, fevereiro de 2020.

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

204. Dessas seiscentas companhias abertas, regularmente registradas perante a CVM, pouco mais da metade, aproximadamente 330, têm ações negociadas na bolsa de valores brasileira, a B3 – Bolsa, Brasil e Balcão, sucessora da extinta BM&FBovespa. Essa diferença decorre, basicamente, do fato de que há valores mobiliários diferentes de ações, emitidos por companhias abertas. Nessa hipótese, os valores mobiliários mais comumente emitidos pelas companhias abertas são as debêntures, consideradas títulos representativos de direitos de crédito contra as companhias emissoras desses valores mobiliários. Da perspectiva da empresa, as debêntures representam títulos de dívida corporativa. De acordo com o Relatório Anual 2018 da CVM (peça 16, p. 4), as emissões de debêntures alcançaram R$ 149 bilhões e representaram 54% do total de emissões de valores mobiliários durante o ano de 2018.

205. Em janeiro de 2020, ainda antes da disseminação da crise do coronavírus (i.e., da pandemia de Covid-19), o valor de mercado das companhias abertas com ações listadas em bolsa (B3) era, segundo a autorreguladora, B3 – ela própria uma companhia aberta –, de R$ 4,738 trilhões (peça 15). Já o valor de mercado das companhias listadas no principal índice da B3 atingiu o montante de R$ 3,89 trilhões em janeiro de 2020, correspondentes a 82% do valor total de mercado das companhias listadas na B3. As companhias do IBrX-100, a seu turno, ostentavam valor de mercado de R$ 4,2 trilhões. O mês de fevereiro já apresentou os efeitos iniciais de perda de valor de mercado dessas companhias. A tabela abaixo sintetiza esses números:

Valor de Mercado das Companhias Abertas Listadas na B3 (Fonte: B3, peça 15)

Empresa	R$ Mil		
	Janeiro2020	Fevereiro2020	Var (%)
Subtotal (cias do Ibovespa)	3.888.224.964,39	3.547.959.819,00	-8,75
Subtotal (cias do IBrX-100)	4.214.168.751,92	3.855.378.680,02	-8,51
Total de Empresas (330)	4.738.159.800,00	4.363.090.043,15	-7,91

206. As companhias abertas registradas perante a CVM não se limitam àquelas com ações listadas em bolsa. Há sociedades anônimas de capital aberto com outros valores mobiliários emitidos, como, por exemplo, debêntures. Esse é o caso do BNDESPAR. Por conseguinte, o valor dessa companhia aberta não está representado na tabela acima, embora a companhia encontre-se regularmente registrada perante a autarquia federal e, portanto, esteja sujeita à supervisão da CVM.

207. A Associação Brasileira de Companhias Abertas (ABRASCA) constitui outra fonte de informações sobre as companhias abertas brasileiras. Em particular, seu Anuário Estatístico das Companhias Abertas 2019 – 2020 baseou-se em uma amostra de 357 companhias. O tamanho da amostra evidencia que a ABRASCA analisou e consolidou dados relativos a companhias abertas que não têm ações listadas em bolsa, isto é, companhias abertas com outros valores mobiliários emitidos. O lucro líquido consolidado dessas mesmas companhias teria atingido o montante de R$ 289,2 bilhões em 2018.

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

10 Maiores: Lucro *10 Largest: Total profits*		
	Setor / *Sector*	**R$ Mil** / *Thousand*
1	Bancos e crédito / *Banking*	77.429.504
2	Mineração / *Mining*	25.660.521
3	Holdings / *Holdings*	11.350.871
4	Serviços financeiros / *Financial services*	13.593.721
5	Energia elétrica / *Electricity*	35.530.929
6	Alimentos, Bebidas / *Food and beverage*	12.084.321
7	Petróleo e gás / *Oil and gas*	34.053.224
8	Atacado e varejo / *Wholesale and retail*	9.666.887
9	Saneamento / *Sanitation*	5.715.892
10	Papel e celulose / *Paper, pulp and wood*	4.167.675

Fonte: ABRASCA, Anuário Estatístico das Companhias Abertas 2019 – 2020, p. 16.

208. Segundo a instituição, a participação relativa dessas 357 empresas no produto interno bruto (PIB) do Brasil, em 2018, teria sido de 18% do PIB nesse ano (2018). Ao mesmo tempo, a participação relativa dessas empresas na arrecadação fiscal teria correspondido a 14,2% da arrecadação do País, denotando que parte expressiva de sua contribuição para a formação do PIB brasileiro não se converteu em proporcional contribuição para a arrecadação tributária.

209. A ABRASCA classificou as companhias abertas de diversas maneiras. Além de relacioná-las por valor de mercado, estabeleceu também classificação por ativo total, por patrimônio líquido, por receita líquida, por lucro líquido, por lucro antes dos juros e tributos e, finalmente, por retorno sobre ativo total.

210. No que concerne à classificação segundo o lucro líquido obtido, o rol das vinte maiores companhias abertas brasileiras, segundo a instituição, foi o seguinte:

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

As 20 Maiores por Lucro Líquido (R$ Mil) *20 Largest: Net Profits*				
	Empresa *Company*	**2018**	**#**	**2017**
1	PETROBRAS	26.698.000	78º	377.000
2	VALE	25.773.768	2º	17.669.992
3	ITAUUNIBANCO	25.639.000	1º	23.964.551
4	OI	24.615.555	350º	-6.656.162
5	BRADESCO	19.084.953	3º	14.657.755
6	BRASIL	15.086.101	4º	11.070.776
7	ELETROBRAS	13.347.577	348º	-1.725.691
8	SANTANDER BR*	12.166.394	6º	7.995.872
9	AMBEV S/A	11.377.427	7º	7.850.504
10	ITAUSA*	9.436.000	5º	8.403.000
11	TELEF BRASIL	8.928.258	8º	4.608.790
12	SID NACIONAL	5.200.583	139º	111.229
13	CIELO	3.559.435	9º	4.264.629
14	BBSEGURIDADE	3.539.553	11º	4.049.245
15	PETROBRAS BR	3.193.000	28º	1.151.000
16	FIBRIA	3.059.621	32º	1.093.344
17	BRASKEM	2.907.210	10º	4.133.321
18	SABESP*	2.835.068	12º	2.519.310
19	TIM PART S/A	2.545.101	26º	1.234.507
20	GERDAU	2.326.382	329º	-338.667

**Separate financial statements.*

Fonte: ABRASCA, Anuário Estatístico das Companhias Abertas 2019 – 2020, p. 14.

211. Observam-se as presenças das empresas estatais Petrobras e Eletrobras entre as sete maiores companhias abertas, classificadas, em ordem decrescente de lucro líquido, mensurado em 2018. Dentre outras, constata-se também a presença do Banco do Brasil S.A., outra empresa estatal federal, além de duas controladas de empresas estatais: a BR Distribuidora e a BB Seguridade.

212. Quando classificadas por ativo total, isto é, em ordem decrescente de ativo total, as empresas estatais mais uma vez aparecem em posições de destaque entre as sete maiores companhias abertas:

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

As 20 Maiores por Ativo Total (R$ Mil) *20 Largest: Total Assets*				
	Empresa *Company*	**2018**	**#**	**2017**
1	ITAUUNIBANCO	1.552.797.000	1º	1.503.503.484
2	BRASIL	1.396.507.474	2º	1.369.201.171
3	BRADESCO	1.112.201.445	3º	1.053.117.128
4	PETROBRAS	860.473.000	4º	831.515.000
5	SANTANDER BR*	779.011.514	5º	684.614.027
6	VALE	341.714.838	6º	328.096.703
7	ELETROBRAS	181.210.208	7º	172.975.359
8	BTGP BANCO*	160.744.460	8º	155.138.971
9	JBS	114.145.831	9º	108.695.951
10	TELEF BRASIL	102.561.318	10º	101.382.835
11	AMBEV S/A	94.126.138	12º	86.851.989
12	CIELO	82.563.091	11º	88.347.181
13	BANRISUL	77.030.843	13º	72.561.362
14	OI	65.437.797	14º	68.639.036
15	CEMIG	59.854.673	24º	42.239.589
16	BRASKEM	59.193.982	18º	53.341.550
17	NORD BRASIL*	58.628.963	17º	54.046.937
18	ITAUSA*	58.420.000	15º	57.797.000
19	SUZANO HOLD	54.005.818	38º	28.645.797
20	SUZANO S.A.	53.932.644	40º	28.522.982

213. Nesse ponto, alude-se ao fato de que a companhia aberta BNDESPAR não integrou a amostra, porque seu ativo total, em 2018, foi mensurado e publicado em suas demonstrações financeiras no valor de R$ 107.064.892 mil, ou seja, de R$ 107,1 bilhões, em 31/12/2018 (peça 68). Esse ativo total estaria colocado na décima posição da tabela acima, logo abaixo da companhia aberta JBS.

Oferta Pública

214. Para ter suas ações negociadas na Bolsa, as empresas precisam abrir o capital. A legislação define como companhia aberta aquela que pode ter seus valores mobiliários negociados de forma pública, tais como ações, debêntures e notas promissórias. Em outras palavras, somente empresas que abriram o capital podem ter seus valores mobiliários negociados publicamente, por exemplo, em bolsa de valores.

215. O primeiro procedimento para a empresa abrir o capital é entrar com o pedido de registro de companhia aberta na CVM, órgão regulador e fiscalizador do mercado de capitais brasileiro. É comum que, junto com esse pedido, as empresas também solicitem à CVM a autorização para realizar venda de ações ao público, tecnicamente conhecida como distribuição pública de ações. Por ser a primeira colocação pública de títulos da companhia, é chamada de Oferta Pública Inicial ou IPO (do inglês, Initial Public Offering).

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

216. Além do pedido de registro de companhia aberta e de oferta pública na CVM, a empresa deve solicitar também o pedido de listagem na Bolsa de Valores ou no Mercado de Balcão Organizado. É por meio deste pedido que ela vai ser autorizada pela bolsa a utilizar o ambiente de negociação e receberá o nome de pregão e o código pelo qual a ação será conhecida na bolsa.

217. A distribuição realizada pela companhia pode ser primária (ações serão emitidas, ou "criadas", e em seguida vendidas aos investidores), secundárias (ações que já eram de algum sócio, normalmente sócios-fundadores, serão vendidas aos investidores), ou mista. A diferença básica é que na distribuição primária o dinheiro da venda irá para o caixa da companhia, pois é ela quem está emitindo e vendendo as ações, enquanto na distribuição secundária o dinheiro vai para o sócio que está vendendo as ações, não para a companhia. Os compradores das ações, ou investidores, passam a ser parceiros e proprietários de uma parte da empresa.

218. Há algumas razões que pelas quais uma companhia decide abrir o capital. A mais comum é o acesso a recursos mais amplos e com prazos mais adequados para financiar projetos de investimento, quando o uso de recursos próprios ou capital de terceiros não se mostra suficiente, viável ou adequado.

219. O financiamento por meio da emissão de ações é uma fonte de recursos que não possui, em teoria, limitação. Os recursos dos sócios investidores, da mesma forma que o dinheiro que o próprio empresário colocou no empreendimento no início das atividades, não têm prazo de amortização ou resgate. Também, diferentemente de empréstimos, não exigem um rendimento pré-definido: o retorno dos investidores (na forma de dividendos, por exemplo) depende do desempenho da empresa.

220. Quando a companhia tem certo grau de endividamento, a abertura de capital pode ser uma forma de buscar um equilíbrio na estrutura de capital, balanceando o uso do crédito e do capital próprio, na tentativa de reduzir o custo do endividamento. Além do financiamento de novos projetos e expansão dos negócios, a abertura de capital pode também ser utilizada para aquisições, que podem ser realizadas com diversos objetivos: ganhos de escala; diversificação e complementação de linhas de produto, clientes e regiões de atuação; oportunidades como concorrentes subavaliados/mal administrados; e interesse em ativos específicos utilizados por outra organização.

221. A abertura de capital também pode proporcionar liquidez patrimonial, que nada mais é do que a possibilidade de empreendedores e/ou seus sócios transformarem, a qualquer tempo, parte das ações que possuam na empresa em dinheiro. É possível vender algumas dessas ações no ato da abertura de capital ou no futuro, negociando na Bolsa. Dar alguma liquidez ao patrimônio é uma forma muito razoável de protegê-lo, além de permitir aos sócios diversificar seus investimentos.

222. Outra razão ou vantagem da abertura de capital é que companhias abertas têm muito mais projeção e reconhecimento de todos os públicos com os quais se relaciona, o que significa possibilidade de melhorar condições de negociação com fornecedores, conseguir juros mais baixos em empréstimos, contar com maior exposição de suas marcas, ganhar competitividade e elevar o comprometimento de seus funcionários, ao abrir oportunidade de eles também se tornarem acionistas.

223. Além disso, um efeito interessante ocorre, associado à postura ativa e vigilante dos investidores e dos profissionais de investimentos no relacionamento com a companhia, que é o ganho de eficiência que tende a ocorrer à medida que a empresa passe a se disciplinar e se organizar melhor para garantir os resultados projetados e justificar sua estratégia.

224. Tendo vista as vantagens da abertura de capital, passa-se a caracterização de uma oferta pública. Oferta pública de distribuição, primária ou secundária, é o processo de colocação, junto ao público, de certo número de títulos e valores mobiliários para venda. Envolve desde o levantamento das intenções do mercado em relação aos valores mobiliários ofertados até a efetiva colocação junto ao público, incluindo a divulgação de informações, o período de subscrição, entre outras etapas.

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

225. As ofertas públicas, uma vez que envolvem a captação de poupança pública, são disciplinadas por lei e regulamentadas pela CVM. A intenção é permitir que todos os investidores participem da oferta em igualdade de condições e que possam tomar suas decisões de investimento de forma consciente. A legislação estabelece que nenhuma emissão pública de valores mobiliários poderá ser realizada sem prévio registro na CVM, apesar de lhe conceder a prerrogativa de dispensar o registro em determinados casos.

226. Instruções da CVM disciplinam as ofertas públicas de valores mobiliários nos mercados primários ou secundários, estabelecem situações de obrigatoriedade do registro, casos de dispensas e aspectos relacionados à informação, ao sistema de distribuição, ao recebimento de reservas e às normas de conduta, entre outros.

227. As ofertas públicas são intermediadas por instituições integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários, como os bancos de investimento, corretoras ou distribuidoras. Essas instituições poderão se organizar em consórcios para distribuir os valores mobiliários no mercado e/ou garantir a subscrição da emissão, sempre sob a organização de uma instituição líder, que assume responsabilidades específicas. Para participar de uma oferta pública, o investidor precisa ser cadastrado em uma dessas instituições.

228. Em um processo de registro de distribuição pública de valores mobiliários existem várias etapas indispensáveis, tais como:

- *Protocolo do pedido de registro da operação na CVM;*
- *Formação do consórcio de instituições que vão coordenar e distribuir a operação;*
- *Estabelecimento de garantia (se houver);*
- *Conteúdo da oferta, incluindo lote e forma de precificação;*
- *Distribuição do prospecto preliminar e definitivo (material publicitário);*
- *Coleta, junto aos investidores, de intenções e reserva (quantidade e preço máximo);*
- *Recebimento de reservas (quando contemplado no prospecto e no anúncio de início de distribuição);*
- *Divulgação do período de distribuição;*
- *Resultado da oferta, incluindo o preço final da ação;*
- *Publicação do Anúncio de Início de Distribuição;*
- *Publicação do Anúncio de Encerramento da Distribuição.*

229. Conforme visto, as ofertas podem ser classificadas em primária e secundária. Quando a empresa vende títulos novos, operação conhecida como "emissão de ações", os recursos dessa venda são destinados ao caixa da empresa e as ofertas são chamadas de primárias, constituindo um aumento de capital social. Neste caso, os recursos serão utilizados pela própria companhia para, por exemplo, ampliar seus negócios, criar novas unidades de negócio ou mudar seu perfil de endividamento.

230. Por outro lado, quando não envolvem a emissão de novos títulos, caracterizando apenas a venda de ações já existentes — em geral dos sócios que querem desinvestir ou reduzir a sua participação no negócio — elas são chamadas de ofertas secundárias. Neste caso, os recursos serão destinados aos proprietários que estão vendendo as ações, e não ao caixa da empresa.

231. Além disso, quando a empresa está realizando a sua primeira oferta pública, ou seja, quando está abrindo o seu capital, a oferta recebe o nome de oferta pública inicial ou IPO (do inglês Inicial Public Offering). Quando a companhia já tem o capital aberto e já realizou a sua primeira oferta

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

anteriormente, as emissões são conhecidas como ofertas subsequentes ou, no termo em inglês, follow on.

232. Nesse sentido, o prospecto, documento obrigatório elaborado pelo ofertante em conjunto com a instituição líder da distribuição, é essencial para que o investidor entenda a proposta da companhia e tome sua decisão de investimento. Entre outras, encontram-se no prospecto as seguintes informações: perspectivas e planos da companhia; situação do mercado em que ela atua; os riscos do negócio; e o quadro administrativo da empresa.

233. Os valores mobiliários oferecidos em uma oferta primária ou secundária têm seus preços estabelecidos de forma fixa ou, como acontece na maioria dos casos brasileiros, resultam de um processo chamado bookbuilding. A formação de preço pelo mecanismo de bookbuilding considera a demanda apresentada pelos investidores (quantidade que cada um deseja comprar) e o preço máximo por ativo que cada um está disposto a pagar. Além disso, apura as ofertas de intenções de compra de investidores, auxiliando a companhia na definição do preço inicial das ações, pois permite que ela tenha uma melhor percepção das condições do mercado.

234. O bookbuilding é, portanto, o processo, muitas vezes via internet, por meio do qual o preço de lançamento de uma oferta pública é determinado, levando em consideração a demanda dos investidores institucionais. Este procedimento permite que o emissor tenha uma percepção antecipada da receptividade da oferta pelo mercado, fixando, assim, um preço adequado para os valores mobiliários ofertados.

235. A Oferta Pública de Aquisição de Ações (OPA), por sua vez, é a oferta na qual um determinado proponente manifesta o seu compromisso de adquirir uma quantidade específica de ações, a preços e prazos determinados, respeitando determinadas condições. O objetivo das OPAs é oferecer a todos os acionistas, em igualdade de direitos, a possibilidade de alienar as suas ações em situações que normalmente envolvem mudanças na estrutura societária da companhia.

236. As OPAs podem ser obrigatórias ou voluntárias. As obrigatórias são aquelas expressamente previstas na lei 6.404/76, quais sejam as hipóteses de cancelamento de registro de companhia aberta (fechamento de capital), de aumento de participação de acionista controlador que impeça a liquidez de mercado das ações remanescentes e de alienação de controle. As OPAs voluntárias, por outro lado, são aquelas realizadas sem que nenhuma norma específica tenha obrigado a sua realização. Elas são realizadas unicamente por vontade do ofertante de realizar a aquisição por oferta pública.

237. A OPA também deve ser intermediada por instituição corretora ou distribuidora de títulos e valores mobiliários ou instituição financeira com carteira de investimentos, que se responsabiliza pelas informações prestadas ao mercado e à CVM. No que diz respeito à avaliação da companhia para determinação do preço da OPA, sempre que a oferta for realizada pela própria companhia, pelo acionista controlador ou por pessoa a ele vinculada, ou ainda por administrador ou pessoa a ele vinculada (exceto na hipótese de OPA por alienação de controle) deverá ser elaborado laudo de avaliação da companhia objeto.

238. As condições gerais definidas para a OPA serão formalizadas em um documento, o Instrumento de OPA, que será firmado conjuntamente pelo ofertante e pela instituição intermediária e deverá ser publicado sob a forma de edital. A efetivação é realizada em leilão realizado na bolsa de valores ou no mercado de balcão organizado em que as ações objeto da OPA sejam admitidas à negociação.

Bolsa de valores e mercado de balcão organizado

239. No que se refere ao funcionamento, o mercado de capitais pode ser dividido em mercado primário e mercado secundário. O mercado primário é aquele onde ocorrem as emissões públicas de

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

novos valores mobiliários, mediante captação da poupança popular. Os recursos obtidos com a aquisição de valores mobiliários pelos investidores são direcionados diretamente para as entidades emissoras, que poderão, dessa forma, utilizá-los em seus projetos de investimento.

240. A existência do mercado primário, contudo, ficaria extremamente prejudicada se, após subscreverem os novos valores mobiliários emitidos, os investidores não tivessem condições de negociá-los com terceiros. Por essa razão faz-se necessário um mercado dito secundário, onde os valores mobiliários emitidos são negociados entre os próprios poupadores, seja por meio da bolsa de valores, futuros e mercadorias, seja por meio do chamado mercado de balcão. Tais entidades têm a função de facilitar as negociações, organizando, mantendo, e fiscalizando um local e/ou sistema adequado e seguro para as operações com valores mobiliários.

241. Frise-se que no mercado secundário não há entrada de novos recursos para as companhias emissoras. Entretanto, este segmento desempenha um papel fundamental na lógica de investimento do mercado de capitais, conferindo liquidez aos valores mobiliários emitidos e permitindo que seus adquirentes os vendam rapidamente.

242. O desenvolvimento do mercado primário de valores mobiliários depende, portanto, da solidez do mercado secundário existente, ou seja, da possibilidade de os investidores subscritores das emissões conseguirem negociar posteriormente os valores mobiliários entre si. Isso é relevante porque, por diversas razões, os investidores podem precisar se desfazer de seus investimentos antes do prazo de vencimento.

243. Além disso, no caso das ações, os títulos sequer têm vencimento, já que as companhias não têm obrigação de resgatá-las. Poucos investidores se interessariam em adquirir ações em uma oferta pública se não existisse um mercado organizado em que pudessem se desfazer de seus investimentos a qualquer tempo. Evidentemente, cada investidor poderia negociar diretamente com outro, mas esse sistema seria ineficiente no que diz respeito ao encontro de propostas, à definição de preços, transparência e divulgação das informações, segurança na liquidação, entre outros. Os mercados de bolsa e balcão buscam justamente eliminar essa ineficiência.

244. A principal função dos mercados de bolsa e de balcão é organizar, manter, controlar e garantir ambientes ou sistemas propícios para o encontro de ofertas e a realização de negócios com formação eficiente de preços, transparência e divulgação de informações e segurança na compensação e liquidação dos negócios. Essas funções aumentam a confiança dos investidores no mercado secundário, de maneira a fomentar o mercado primário e, portanto, as captações públicas de recursos pelas companhias, função econômica principal do mercado de capitais.

245. Todo esse conjunto resulta em benefícios gerados pelas bolsas de valores para a economia e a sociedade, tais quais: financiamento para a capitalização das empresas por meio da venda de ações; estímulo à aplicação de poupanças em ações de companhias, com benefícios para os diferentes setores da economia; facilidade nos processos de fusões e aquisições de companhias; aprimoramento da governança corporativa, com significativas melhoras nos padrões de administração e eficiência das empresas; abertura de oportunidades de participação no mercado de ações para pequenos e médios investidores; veículo eficaz para o financiamento das iniciativas públicas de desenvolvimento, pela capacidade de colocação de títulos públicos.

246. Os mercados de bolsa e balcão assumiram também, além das funções acima descritas, a responsabilidade pela autorregulação dos seus ambientes, sistemas e operadores, com autonomia suficiente para normatizar, fiscalizar e punir as operações realizadas em seus mercados. A função do estado, nesse modelo, em geral se reduz à supervisão e orientação do sistema, estabelecendo requisitos mínimos necessários, objetivos a serem atingidos e controles necessários.

247. Na legislação brasileira há três tipos previstos de mercados regulamentados de valores mobiliários, quais sejam: mercado de bolsa; mercado de balcão organizado; e mercado de balcão não

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

organizado. São considerados mercados de balcão não organizado aqueles em que as negociações são realizadas com participação de instituições integrantes do sistema de distribuição, que não seja realizada em mercados de bolsa ou balcão organizado.

248. No que diz respeito aos mercados de bolsa e de balcão organizado, ou mercados organizados, a regulamentação da CVM estabeleceu certas características que definiriam um mercado como de bolsa ou de balcão organizado. Primeiramente, comenta-se sobre o mercado de bolsa, para na sequência apresentar características do mercado de balcão.

249. Consideram-se mercados de bolsa aqueles que 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 permitem a execução de negócios tendo como contraparte formador de mercado que assuma a obrigação de colocar ofertas firmes de compra e de venda.

250. Entendem-se como sistemas centralizados e multilaterais de negociação aqueles 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 sistema.

251. Nos ambientes de bolsa, todas as informações sobre os negócios, como os preços, as quantidades e horários, entre outras, devem ser publicadas continuamente. As entidades administradoras de mercados de bolsa devem manter sistemas de controle de riscos e, especialmente, manter mecanismo de ressarcimento de prejuízos, para assegurar aos investidores o ressarcimento de prejuízos decorrentes de erros ou omissões das instituições intermediadoras ou seus administradores e empregados.

252. Os mercados organizados de valores mobiliários devem ser estruturados, mantidos e fiscalizados por entidades administradoras, autorizadas pela CVM, que podem se constituir como sociedade anônima ou associação, embora boa parte da estrutura exigida pela norma assemelhe-se muito à organização de uma sociedade anônima.

253. Tradicionalmente as bolsas se organizavam sob a forma de uma associação de corretoras, detentoras de títulos patrimoniais, as únicas habilitadas a operar nos seus recintos. Com o desenvolvimento do mercado, essa forma de organização evoluiu para um modelo em que as bolsas se constituem sob a forma de sociedades por ações, com fins lucrativos, em que a habilitação para operar em seus recintos independe da posse de ações ou qualquer outro vínculo, estando vinculada apenas a quesitos estruturais, tecnológicos e formais.

254. As bolsas de valores passaram de associações civis sem fins lucrativos, com títulos patrimoniais detidos pelas corretoras, para sociedades com fins lucrativos, com seu capital dividido em ações. Essa mudança gerou certa desconfiança do mercado sobre a capacidade de uma sociedade com fins lucrativos criar estrutura independente e eficiente de autorregulação. Nesse sentido, a CVM exige, entre os órgãos necessários na estrutura de uma entidade administradora, um Conselho de Regulação, um Departamento de Autorregulação e um Diretor do Departamento de Autorregulação, que terão a competência exclusiva sobre as atividades autorreguladoras da entidade.

255. Atualmente no Brasil, temos a B3 (antiga BM&FBOVESPA) como principal entidade administradora de mercado de bolsa para as negociações de ações. Ela é a única bolsa de valores do país nesse segmento, embora a legislação não impeça a criação de outras bolsas. A B3 (Bolsa) surgiu sob o formato atual após a fusão da Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo (BM&FBOVESPA) com a Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos (CETIP), aprovada pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e pelo Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE) em 2017.

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

256. A principal função da Bolsa é proporcionar um ambiente transparente e líquido, adequado à realização de negócios com valores mobiliários. Somente através das corretoras, os investidores têm acesso aos sistemas de negociação para efetuarem suas transações de compra e venda desses valores. Como principal instituição brasileira de intermediação para operações do mercado de capitais, a companhia desenvolve, implanta e provê sistemas para a negociação de ações, derivativos de ações, títulos de renda fixa, títulos públicos federais, derivativos financeiros, moedas à vista e commodities agropecuárias.

257. Por meio de suas plataformas de negociação, realiza o registro, a compensação e a liquidação de ativos e valores mobiliários transacionados e a listagem de ações e de outros ativos, bem como divulga informação de suporte ao mercado. A companhia também atua como depositária central dos ativos negociados em seus ambientes, além de licenciar softwares e índices.

258. Tendo em vista sua área de atuação, a B3 está sujeita à regulação e à supervisão da CVM e do Banco Central do Brasil. É ainda uma ***entidade autorreguladora****, por meio da* ***Bovespa Supervisão de Mercados (BSM)****, que opera sob a supervisão da CVM. A B3 deve estabelecer mecanismos e procedimentos eficazes para que a BSM fiscalize a observância das regras e normas de conduta da Bolsa, bem como da regulamentação vigente. A BSM, atuando por meio da supervisão de mercado e por meio de auditoria de participantes, pode identificar violações anormais de negociação ou comportamentos suscetíveis de colocar em risco a regularidade de funcionamento, a transparência e a credibilidade do mercado, aplicando algumas penalidades.*

259. Tendo apresentado acima algumas características do mercado de bolsa, passa-se a apresentar nuances dos mercados de balcão organizado. Nestes, além das negociações em sistemas centralizados e multilaterais ou da participação de formador de mercado, admite-se ainda o registro das operações previamente realizadas. A negociação ou o 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.

260. Nos mercados de balcão organizado, as informações sobre os negócios, como os preços, as quantidades e os horários podem ser diferidas, não sendo obrigatória a divulgação contínua, dependendo das características do mercado.

261. Tradicionalmente, o mercado de balcão, também conhecido pela expressão em inglês over-the-counter market (ou OTC market), é compreendido como aquele em que as entidades ou instituições autorizadas a nele operar estabelecem relações negociais diretamente entre si, executando as operações de interesse, ou mesmo fazendo meramente o seu registro após a transação ter sido fechada entre as partes.

262. Tal ambiente é normalmente percebido como uma organização menos formal (ainda que isso não signifique informalidade) de redes de negociação em torno de alguns participantes e sem um local específico (como os antigos pregões de viva voz dos mercados de bolsa) para a realização das negociações, muitas vezes fechadas por telefone ou mensagem eletrônica entre as partes, sendo apenas registradas, posteriormente, junto à entidade administradora.

263. Por ser tênue a separação em bolsa e balcão, a CVM optou por não enunciar conceitos distintos para mercados de bolsa e de balcão, propondo alguns critérios para que seja possível classificar em um tipo ou em outro:

- *existência de sistema ou ambiente para o registro de operações realizadas previamente;*
- *possibilidade de atuação direta no mercado, sem a intervenção de intermediário;*
- *possibilidade de diferimento da divulgação de informações sobre as operações realizadas;*

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

- *regras adotadas em seus ambientes ou sistemas de negociação para a formação de preços;*
- *volume operado em seus ambientes e sistemas;*
- *público investidor visado pelo mercado.*

264. Atualmente, existem diversos mercados de balcão organizado no país, surgindo por iniciativa das entidades administradoras autorizadas pela CVM. No âmbito do mercado de capitais, a origem mais comumente mencionada é a instituição da Sociedade Operadora do Mercado de Acesso (SOMA) em 1996, ano em que a CVM reformulou as normas aplicáveis à matéria.

265. A B3, apesar de ter como sua principal e mais conhecida atividade a administração do mercado de bolsa, também oferece um mercado de balcão organizado para ações, o "Bovespa Mais", segmento específico para negociação de ações de companhias abertas com regras diferenciadas.

Funcionamento e participantes do mercado

266. Além dos mercados organizados, tais quais o mercado de bolsa e de balcão organizado, outros participantes do mercado, tais quais as corretoras e distribuidoras, os agentes autônomos de investimento, o administrador de carteira, o analista de valores mobiliários e o consultor de valores mobiliários, merecem ser apresentados para compreensão dos achados apontados.

267. As corretoras são instituições financeiras com múltiplas funções. Sua principal atividade é a execução de ordens de compra e de venda de ativos para seus clientes, mas podem também auxiliar o investidor por meio da disponibilização de informações de análise de investimentos, provenientes de seus departamentos técnicos ou de terceiros. Outra atividade que as corretoras e distribuidoras podem realizar é a administração de fundos de investimentos, sendo remuneradas pela cobrança de taxas pelos serviços prestados.

268. Conforme visto, até março de 2009 as corretoras eram as únicas autorizadas a operar em bolsas de valores, mas a partir de então, pela Decisão-Conjunta Bacen/CVM nº 17, as distribuidoras também passaram a ter a possibilidade de operar diretamente na bolsa de valores.

269. As corretoras e distribuidoras normalmente oferecem aos seus clientes:

- *suporte para entender o funcionamento da Bolsa e para definição do perfil do investidor;*
- *fornecimento de informativos sobre o mercado e relatórios de recomendação de ações, como forma de auxiliar na escolha de ações ou de tipos de investimentos;*
- *disponibilização de ferramentas e serviços facilitadores, como o homebroker (investimento via internet) e ferramentas de análise gráfica;*
- *assessoria de especialistas;*
- *avisos sobre novos produtos no mercado, possibilitando a diversificação de seus investimentos;*
- *informação sobre o recebimento de dividendos e outros valores que as empresas pagam aos acionistas.*

270. A intermediação de operações com valores mobiliários em mercados regulamentados é privativa de instituições habilitadas a atuar como integrantes do sistema de distribuição. Os investidores não podem acessar diretamente a B3, devendo realizar suas operações por intermédio de instituições habilitadas: as corretoras ou as distribuidoras de títulos e valores mobiliários. Podem, ainda, ser auxiliados por outras figuras do mercado, abaixo explicitadas.

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

271. Os agentes autônomos de investimento (AAI) são pessoas físicas que atuam como prepostos dos integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários, especialmente as corretoras. Como opção, podem também exercer as suas atividades sob a forma de sociedade ou firma individual, desde que constituídas exclusivamente para esse fim.

272. As suas atividades são eminentemente comerciais: de prospecção e captação de clientes; de recebimento e registro de ordens; e de prestação de informações acerca dos produtos e serviços oferecidos pelas corretoras.

273. Eles apresentam o mercado para os investidores, explicam as principais características dos produtos, cadastram os clientes, recebem as ordens e as transmitem para os sistemas de negociação, tiram dúvidas operacionais, entre outros. Em um mercado em franca expansão como o brasileiro, o papel dos agentes é tido como fundamental para o crescimento da base de investidores no mercado de capitais, ao constituírem um importante elo entre os investidores e os produtos e serviços disponíveis.

274. Para exercer suas atividades, os agentes autônomos devem ser credenciados por entidade autorizada pela CVM, que mantenha uma estrutura de autorregulação, adotando, entre outros, código de conduta profissional para a atividade.

275. Os AAI, contudo, não possuem autorização para administrar a carteira dos investidores. Eles não podem, portanto, operar de forma autônoma em nome do cliente, sendo necessária a autorização expressa do investidor para cada uma das ordens e operações a serem executadas.

276. A figura do administrador de carteira de valores mobiliários, por sua vez, consiste na gestão profissional de recursos, sujeitos à fiscalização da CVM, entregues ao administrador, com autorização para que este compre ou venda títulos e valores mobiliários por conta do investidor.

277. Esses profissionais se responsabilizam pela gestão dos recursos de seus clientes, e podem assumir, por exemplo, a gestão da carteira de fundos ou clubes de investimentos. Eles são responsáveis pelas decisões sobre os tipos de ativos financeiros que farão parte da carteira que administram, e em que proporção, considerando, entre outros fatores, os riscos e as políticas de investimentos pré-definidas.

278. A administração de carteira só pode ser exercida por pessoa natural ou jurídica autorizada pela CVM. A obtenção do registro depende da comprovação de certos requisitos. As pessoas físicas devem ter reputação ilibada, curso superior e comprovada experiência. As pessoas jurídicas devem, entre outras exigências, manter departamento especializado em análise. O que se busca ao conceder a autorização apenas para profissionais e empresas que atendam aos requisitos é assegurar que os administradores de carteira tenham as competências mínimas necessárias e a reputação desejada para o desempenho da função.

279. Para reduzir potenciais conflitos de interesse, a gestão de carteira deve estar completamente segregada das demais atividades desempenhadas pelo administrador de carteira. Para isso, procedimentos operacionais devem ser adotados, de modo a garantir a confidencialidade de informações entre áreas e pessoas, estabelecer políticas e regras para negociação de ativos em determinadas situações, entre outros.

280. Devem ser adotados procedimentos necessários para que se garanta a efetiva independência das decisões tomadas na gestão da carteira em relação aos demais interesses do administrador. A pessoa física ou jurídica, no exercício da atividade de administração de carteira de valores mobiliários, é responsável, civil e administrativamente, pelos prejuízos resultantes de seus atos dolosos ou culposos e pelos que infringirem normas legais, regulamentares ou estatutárias, sem prejuízo de eventual responsabilidade penal e da responsabilidade subsidiária da pessoa jurídica de direito privado que a contratou ou a supervisionou de modo inadequado.

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

281. Os analistas de valores mobiliários são profissionais que elaboram relatórios de análise destinados à publicação, divulgação ou distribuição a terceiros, ainda que restrita a clientes, e que possam auxiliar ou influenciar investidores no processo de tomada de decisão de investimento. Tais relatórios podem ser de análise geral, relatórios de acompanhamento, estudos ou análises específicas sobre um valor mobiliário ou sobre um emissor.

282. O exercício da atividade também é objeto de regulação pela CVM e, desde 2010, de autorregulação pela Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais (APIMEC). O analista, além de ser aprovado em prova de qualificação técnica, deve obedecer ao código de conduta profissional da entidade que o credenciou. Deve evitar situações de conflito de interesses, buscando informações idôneas e fidedignas, para usar como base em suas análises e recomendações.

283. A atividade pode ser exercida de forma autônoma ou vinculada. O analista deve agir com integridade e ética profissional e manter independência em relação à pessoa ou instituição a que estiver vinculado.

284. O consultor de valores mobiliários é a pessoa física ou jurídica que assessora os investidores interessados em fazer aplicações no mercado de valores mobiliários. Orienta seu cliente na busca do produto que melhor atenderá a seus objetivos e necessidades pessoais. Assim como ocorre com outros prestadores de serviços do mercado de valores mobiliários, os consultores devem ser credenciados na CVM para desempenhar suas atividades.

285. O objetivo é criar mecanismos de proteção ao investidor, de forma a impedir situações de potencial conflito de interesses, manipulação de mercado ou uso de informações privilegiadas. Na regulamentação da atividade são estabelecidos requisitos de credenciamento, obrigações e vedações. O consultor deve, também, possuir comprovada experiência em atuação no mercado de valores mobiliários.

286. Formador de mercado, agente de liquidez, facilitador de liquidez, market maker e liquidity provider são algumas designações atribuídas àqueles que se propõem a garantir liquidez mínima e referência de preço para ativos previamente credenciados, fator que contribui para uma maior eficiência no mercado de capitais.

287. O papel de formador de mercado pode ser desempenhado por corretoras, distribuidoras de valores, bancos de investimento ou bancos múltiplos com carteira de investimentos que, ao se credenciarem para exercer essa função, assumem a obrigação de colocar no mercado, diariamente, ofertas firmes de compra e de venda para uma quantidade de ativos predeterminada e conhecida por todos. Para garantir transparência ao mercado, a bolsa mantém uma lista atualizada com a relação de formadores credenciados, os respectivos ativos e as características principais da operação.

288. Um importante aspecto do funcionamento do mercado é o Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos (MRP). Na hipótese de os investidores, nas negociações realizadas em bolsa, ou nos serviços prestados, como o de custódia, sofrerem algum tipo de prejuízo decorrente de erros operacionais, eles podem recorrer ao (MRP), administrado pela Bovespa Supervisão de Mercados (BSM). Não se trata de indenização por prejuízos decorrentes da variação de preços de ativos, mas sim de prejuízo causado por erros dos participantes da B3 (a própria bolsa, as corretoras, os agentes de compensação, os agentes de custódia) na execução das operações ordenadas pelos clientes.

289. O MRP tem finalidade exclusiva de assegurar aos investidores o ressarcimento de prejuízos decorrentes da ação ou omissão dos participantes da B3 ou de seus administradores, empregados ou prepostos, em relação à intermediação de negociações realizadas na bolsa, especialmente nas seguintes hipóteses:

- *inexecução ou infiel execução de ordens;*

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

- *uso inadequado de numerário e de valores mobiliários, inclusive em relação a operações de financiamento ou de empréstimos de valores mobiliários;*

- *entrega ao investidor de valores mobiliários ou outros ativos ilegítimos ou de circulação restrita;*

- *inautenticidade de endosso em valores mobiliários ou outros ativos, ou ilegitimidade de procuração ou documento necessário à sua transferência; e*

- *encerramento das atividades.*

290. O objetivo do sistema é cobrir prejuízos causados por erros dos participantes do mercado na execução das operações ordenadas pelos clientes. Prejuízos decorrentes de oscilações de preços são riscos inerentes ao investimento e não podem ser objeto de ressarcimento. É importante ressaltar que as transações realizadas no mercado de balcão organizado também não estão cobertas pelo MRP, que engloba apenas operações realizadas no ambiente da bolsa.

291. Tendo visto alguns aspectos essenciais relacionados às atividades que fazem parte do escopo regulatório e fiscalizatório da CVM, passa-se ao aprofundamento da organização interna da autarquia e de seus mandatos legais.

Mandatos legais e organização interna da CVM

292. O objeto principal das atividades da CVM é o mercado de valores mobiliários, tendo como propósito zelar pelo funcionamento eficiente, pela integridade e pelo desenvolvimento do mercado de capitais, promovendo o equilíbrio entre a iniciativa dos agentes e a efetiva proteção dos investidores.

293. O mandato legal da CVM compreende o desenvolvimento do mercado, a eficiência e funcionamento do mercado, a proteção dos investidores, o acesso à informação adequada, e a fiscalização e punição ou sanção. Abaixo segue um detalhamento dos aspectos atinentes a cada um dos mandatos:

- *Desenvolvimento do mercado: Estimular a formação de poupança e a sua aplicação em valores mobiliários; promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações; e estimular as aplicações permanentes em ações do capital social de companhias abertas sob controle de capitais privados nacionais (Lei 6.385/76, art. 4º, incisos I e II).*

- *Eficiência e funcionamento do mercado: Assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados da bolsa e de balcão;* ***assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários****; e assegurar a observância, no mercado, das condições de utilização de crédito fixadas pelo Conselho Monetário Nacional - CMN (Lei 6.385/76, art. 4º, incisos III, VII e VIII).*

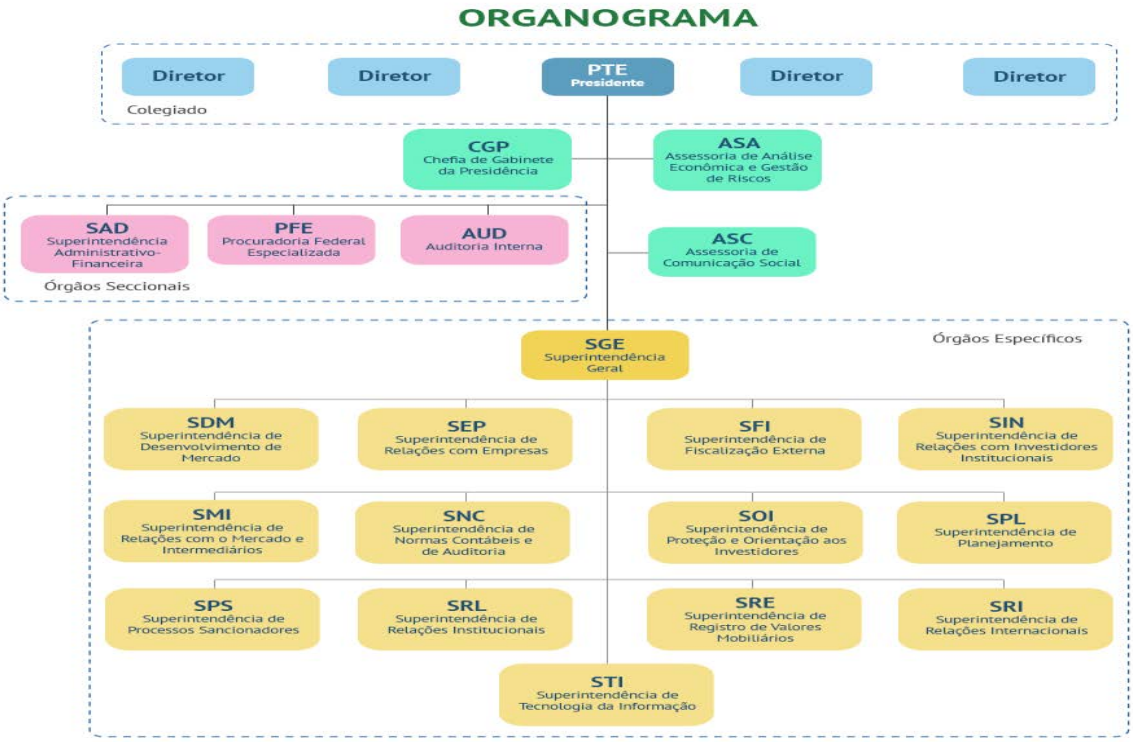
- ***Proteção dos investidores****: Proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra emissões irregulares de valores mobiliários;* ***atos ilegais de administradores e acionistas controladores das companhias abertas, ou de administradores de carteira de valores mobiliários; e o uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários. Evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados no mercado*** *(Lei 6.385/76, art. 4º, incisos IV e V).*

- *Acesso à informação adequada: Assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido, regulamentando a Lei e administrando o sistema de registro de emissores, de distribuição e de agentes regulados (Lei 6.385/76, art. 4º, inciso VI, e art. 8º, incisos I e II).*

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

- ***Fiscalização e sanção**: **Fiscalizar permanentemente as atividades e os serviços do mercado de valores mobiliários, bem como a veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele participam e aos valores nele negociados, e impor penalidades aos infratores das Leis 6.404/76 e 6.385/76, das normas da própria CVM ou de leis especiais cujo cumprimento lhe incumba fiscalizar** (Lei 6.385/76, art. 8º, incisos III e V, e art. 11).*

294. A estrutura organizacional da CVM para cumprimento dos mandatos legais é definida pelo Decreto nº 6.382/2008, e pela Deliberação CVM nº 793/2018, e pode ser verificada no organograma abaixo (algumas mudanças recentes, tais qual a extinção da SFI, não estão contempladas abaixo):



295. Em relação às áreas da CVM apontadas no organograma, com foco maior nas áreas finalísticas presentes no escopo desta fiscalização, segue detalhamento das atividades desenvolvidas em algumas delas:

- *Presidência: Planejar, dirigir, coordenar e controlar as atividades da CVM, em estreita consonância com as diretrizes traçadas pelo CMN; Representar a CVM, ativa e passivamente, em juízo ou fora dele, podendo, em casos específicos, delegar estas atribuições a outros membros do Colegiado; Convocar e presidir as reuniões do Colegiado.*

- *Colegiado: Fixar a política geral da CVM; **expedir os atos normativos e exercer outras atribuições legais e complementares de competência da CVM**. Nos termos da Lei nº 6.385, de 1976, o Colegiado da CVM é constituído por um presidente e quatro diretores, nomeados pelo Presidente da República dentre pessoas de ilibada reputação e reconhecida competência em matéria de mercado de capitais, após aprovação pelo Senado Federal.*

- *Assessoria de Análise Econômica e Gestão de Risco – ASA: Assessorar o Colegiado e demais áreas da CVM em questões de natureza econômica e de risco e em outros assuntos que lhe forem cometidos pelo Presidente da CVM; Contribuir para o desenvolvimento da gestão estratégica de riscos; e **Promover a gestão executiva de riscos na CVM, por meio da identificação, análise, avaliação e tratamento de eventos relevantes e potencialmente adversos.***

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

- *Auditoria Interna – AUD: Realizar auditorias nos sistemas contábil, financeiro, de execução orçamentária, de pessoal e demais sistemas administrativos;* ***Realizar auditorias nos sistemas, processos e rotinas da CVM****; Propor ao Colegiado a adoção de medidas necessárias ao aperfeiçoamento do funcionamento dos seus órgãos internos; e Auxiliar o órgão central do Sistema de Correição do Poder Executivo Federal, bem como tomar providências atinentes à matéria correicional, nos termos da legislação aplicável.*

- *Superintendência de Relações com Empresas – SEP: Coordenar, supervisionar e fiscalizar os registros de companhias abertas e de outros emissores, em como sua atualização;* ***Propor e fiscalizar a observância de normas sobre atividades relacionadas aos registros e a divulgação de informações pelas companhias abertas*** *e outros emissores e sobre operações especiais.*

- *Superintendência de Registro de Valores Mobiliários – SER: Coordenar, supervisionar e fiscalizar o registro de distribuição pública de valores mobiliários;* ***Propor e fiscalizar a observância de normas sobre atividades relacionadas aos registros de distribuição de valores mobiliários****; e Coordenar, supervisionar e fiscalizar os registros de emissores que não estejam sob a esfera de competência das demais Superintendências, bem como sua atualização, conforme dispuser o regimento interno.*

- *Superintendência de Relações com Investidores Institucionais – SIN: Coordenar, supervisionar e fiscalizar os registros para a constituição de fundos, sociedades de investimentos, carteiras de investidores estrangeiros e clubes de investimento;* ***Coordenar, supervisionar e fiscalizar os credenciamentos para o exercício de atividades de administrador de carteira, consultor e analista de valores mobiliários; e Coordenar, supervisionar e fiscalizar o acompanhamento de atividades dos investidores institucionais nacionais e estrangeiros registrados na CVM, bem como propor e fiscalizar a observância de normas relacionadas aos registros e à divulgação de informações desses investidores institucionais.***

- *Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários – SMI:* ***Coordenar, supervisionar e fiscalizar as entidades integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários, assegurando a observância de práticas comerciais equitativas e o funcionamento eficiente e regular dos mercados*** *de bolsa, de balcão, de balcão organizado e de mercados derivativos; Coordenar, supervisionar e fiscalizar os credenciamentos dos integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários e das entidades que atuam no mercado de valores mobiliários, bem como o dos prestadores de serviços, tais como, custódia e liquidação, escrituração e emissão de certificados de títulos e valores mobiliários; Propor e fiscalizar a observância de normas relacionadas ao funcionamento do sistema de distribuição de valores mobiliários e ao funcionamento dos mercados derivativos; e Fiscalizar os serviços e atividades das entidades que atuam no mercado de valores mobiliários e no mercado de derivativos, inclusive quanto à veiculação de informações.*

- *Superintendência de Processos Sancionadores – SPS:* ***Conduzir, na forma da regulamentação da CVM, os processos administrativos sancionadores.***

- *Superintendência de Proteção e Orientação aos Investidores – SOI: Atuar em conjunto com outros setores da CVM, ou com outras entidades, na realização de projetos educacionais, no âmbito do mercado de valores mobiliários; Analisar reclamações formais apresentadas pelo público em geral sobre a atuação de participantes do mercado; e Administrar serviço de atendimento ao público para fornecimento de informações prestadas à CVM, por integrantes do mercado de valores mobiliários.*

- *Superintendência de Normas Contábeis e de Auditoria – SNC: Estabelecer normas e padrões de contabilidade a serem observados pelas companhias abertas, fundos e instrumentos de investimento coletivo e outros emissores; Credenciar e fiscalizar a atividade dos auditores independentes, pessoas físicas e jurídicas, e propor normas e procedimentos de auditoria a serem*

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

observados no âmbito do mercado de valores mobiliários; e Elaborar pareceres sobre assuntos contábeis e de auditoria, no âmbito do mercado de valores mobiliários.

296. Considerando seus mandatos legais e o ambiente de atuação, que requer a adoção de um processo estruturado e contínuo de formulação e revisão de sua estratégia, a entidade divulgou em 2013 o documento "Planejamento Estratégico – Construindo a CVM de 2023".

297. Alterações nos cenários e tendências exigiram uma revisão dos objetivos. Os mercados regulados pela CVM cresceram sobremaneira, tanto em volume quanto em complexidade. A indústria de fundos de investimento, que em 2009 apresentava patrimônio líquido total de aproximadamente R$ 1,9 trilhão, registra, atualmente, mais de R$ 5 trilhões.

298. O número de negócios em Bolsa avançou de 228 milhões em 2014 para 307 milhões em 2018. Já o volume financeiro de negociações com derivativos cresceu de R$ 48 trilhões em 2014 para R$ 95 trilhões em 2018, com projeção de R$ 111 trilhões para 2019.

299. Em virtude desses fatos, em 2018 a CVM promoveu a revisão de sua estratégia e definiu sua Cadeia de Valor, ferramenta de gestão cujo objetivo é mostrar como a entidade entrega valor para seus clientes, podendo ser utilizada para entender como os processos da entidade se relacionam entre si.

*300. Segundo a ótica da CVM, **o mercado (emissores, intermediários e prestadores de serviço) e a sociedade (investidores e cidadãos) são seus clientes** e recebem como valor eficiência, integridade e desenvolvimento do mercado. A cadeia de valor é segmentada em cinco grandes temas ou grupos, quais sejam:*

- *Normatização do mercado;*
- *Supervisão do mercado;*
- *Sanção ao mercado;*
- *Orientação ao mercado e à sociedade; e*
- *Gestão, estratégia e suporte.*

301. Em cada um dos grupos há alguns macroprocessos definidos, que viabilizam a entrega de grandes serviços, como, por exemplo, elaboração de normas, supervisão e fiscalização do mercado, execução de ações sancionatórias, gestão de pessoas, etc. Os macroprocessos contemplam, por sua vez, alguns processos, que são conjuntos de atividades e rotinas executadas periodicamente pelas áreas da CVM, como, por exemplo, registrar regulados, emitir ofício de alerta, etc. No anexo X é apresentado o conjunto dos grupos, macroprocessos e processos relacionados.

302. No âmbito do trabalho de mapeamento da cadeia de valor pela CVM, foram identificadas algumas ameaças e oportunidades envolvendo a tarefa da autarquia, dentre as quais este relatório destaca, como ameaças:

- ***Risco de obsolescência do modelo regulatório atual** devido a inovações tecnológicas no mercado de capitais, a partir do desenvolvimento de tecnologias disruptivas de atuação do mercado sem a evolução da regulação e supervisão (robot advisors, data mining, Blockchain e criptomoedas);*

- ***Baixa competitividade global do mercado de capitais brasileiro**, provocada pela concorrência com o mercado de crédito com taxas subsidiadas, internacionalização da captação de recursos por empresas brasileiras, **altos custos** transacionais e **de observância relativos a outros mercados globais**;*

- ***Educação financeira insuficiente**, que leva ao planejamento financeiro falho de parte da população brasileira;*

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

- ***Risco de "arbitragem regulatória", na medida em que os montantes de penalidades regulatórias podem se mostrar eventualmente insuficientes para coibir condutas ilícitas*** *que gerem resultados mais elevados que as penalidades impostas nos limites e termos normativos; e*

- ***Insuficiência de recursos humanos, tecnológicos e orçamentários para o desenvolvimento regular das atividades regulatórias****, tendo em vista o ajuste nas contas públicas pelo qual o governo federal passará nos próximos anos.*

303. Entre as oportunidades mapeadas, destacam-se:

- *Economia e política econômicas mais favoráveis ao desenvolvimento do mercado de capitais a partir de 2018, com possível retomada dos investimentos via emissão de valores mobiliários no mercado de capitais brasileiro;*

- ***Possibilidade de aumentar a produtividade dos servidores da autarquia a partir da adoção de sistemas de gestão e novas tecnologias em processos organizacionais****; e*

- ***Iniciativas de compartilhamento de dados entre órgãos governamentais****, facilitando e agilizando a instrução de processos e procedimentos administrativos.*

291.1 O conhecimento das ameaças e oportunidades tem relação com as medidas destinadas ao fortalecimento dos processos internos de identificação, avaliação e mitigação de riscos.

291.2 Nesse contexto a CVM adota, desde 2009, um sistema de Supervisão Baseada em Riscos – SBR, que supostamente permite o ***direcionamento da atuação para os principais riscos relacionados ao desempenho de suas atribuições legais****, racionalizando a utilização de recursos materiais e humanos e buscando uma abordagem mais preventiva do que reativa. O processo é formalizado por meio do Plano Bienal e de Relatórios Semestrais da Supervisão Baseada em Risco – SBR.*

304. A metodologia de gerenciamento de riscos adotada pela CVM tem por finalidade orientar a identificação, a avaliação e a adoção de respostas aos eventos de riscos dos processos da autarquia, bem como instituir seu monitoramento e reporte.

305. A CVM estabeleceu seu Sistema Integrado de Gestão de Riscos – SGR por meio da Deliberação 757, de 24 de novembro de 2016. Conforme a metodologia adotada, os "riscos institucionais" (assim chamados aqueles que impactam a atuação da CVM como órgão regulador) são classificados de acordo com o tipo de manifestação, podendo ser:

- *riscos econômicos, quando vinculados a falhas de mercado e com impacto direto no cumprimento dos mandatos legais;*

- *riscos operacionais, quando vinculados a processos operacionais e recursos; ou*

- *riscos de integridade, com eventos relacionados a corrupção, fraudes, irregularidades e desvios éticos e de conduta, que possam comprometer os valores e padrões preconizados pela instituição.*

306. O SGR é composto por um Comitê de Gestão de Riscos – CGR, responsável pela aprovação do registro dos riscos e definição das prioridades de tratamento; pela Assessoria de Análise Econômica e Gestão de Riscos – ASA, responsável por mapear os riscos juntos às áreas técnicas, garantir a gestão integrada e produzir relatórios e recomendações; por Áreas Técnicas, responsáveis pelo planejamento e implementação das ações no âmbito do escopo de atuação do CGR e pelo gerenciamento de controles; e pela Superintendência de Planejamento – SPL, responsável pelo planejamento e monitoramento do desempenho das áreas nos planos tático e operacional, a partir das indicações de tratamento dos riscos priorizados, dentre outros fatores.

307. A metodologia adotada no SGR baseia-se na ISO 31.000, abordando a gestão dos riscos em quatro etapas: i. Identificação dos Riscos; ii. Análise dos Riscos (levantamento da probabilidade de

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

ocorrência, impacto potencial e cálculo do nível de risco); iii. Avaliação dos Riscos (definição das prioridades de tratamento e tomada de decisão), e iv. Tratamento dos Riscos Priorizados (plano de tratamento e contingências).

308. Em resumo, foram as seguintes as atividades desenvolvidas no último ciclo, para cada uma das frentes:

- *Riscos Econômicos: elaboração de templates para identificação dos possíveis eventos pelas áreas técnicas relacionadas; classificação dos eventos mapeados por criticidade, conforme nível de risco calculado; priorização dos riscos a serem tratados no âmbito do SBR para o biênio 2019-20 e elaboração dos planos de tratamento. Com relação ao SBR, é importante destacar que a priorização de riscos desenvolvida pelo CGR tem como base eventuais ameaças aos mandatos legais da Autarquia, avaliados a partir de sua probabilidade de ocorrência e impacto, nos termos da Resolução CMN nº 3.427/06.*

- *Riscos Operacionais: entrevistas de mapeamento de riscos operacionais com 100% das lideranças da CVM; classificação dos riscos mapeados, conforme nível de risco calculado; priorização dos riscos a serem tratados no ciclo de 2019 (em andamento).*

- *Riscos de Integridade: mapeamento dos riscos de integridade a que a CVM está exposta; elaboração do Plano de Integridade da CVM, relacionando as instâncias de integridades definidas às responsabilidades e procedimentos necessários; análise e avaliação dos riscos identificados para elaboração do plano de tratamento (em andamento).*

309. Com vistas à melhor compreensão do objeto auditado e de sua extensão, finaliza-se este breve levantamento apresentando a seguir alguns tipos de trabalhos realizados por cada um dos grupos finalísticos da CVM explicitados na cadeia de valor.

Normatização do Mercado

310. Quanto à Normatização do Mercado, atividade com o objetivo de buscar um arcabouço regulatório indutor do desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, em 2018, a título de exemplo, a autarquia publicou dez instruções, um parecer de orientação e promoveu seis audiências públicas. Além disso, emitiu quatro deliberações de revisão e atualização de normas contábeis no âmbito do Comitê de Pronunciamentos Contábeis – CPC.

311. Dentre os temas relevantes para fins deste relatório, destacam-se o aprimoramento do regime de ofertas com esforços restritos e as alterações em instruções da CVM decorrentes do Projeto Estratégico de redução de custos de observância.

312. O Projeto Custo de Observância busca reduzir, progressivamente, o custo de observância entre os participantes do mercado de capitais, incrementando a eficiência da regulação, sem desconsiderar os riscos que tais ações possam representar para a proteção dos investidores, mandato principal da CVM, e da maximização do bem-estar econômico decorrente da competição plena, eficiente e íntegra entre seus participantes.

313. No âmbito deste projeto está ainda prevista uma segunda fase com uma carteira de projetos construída a partir dos apontamentos recebidos na primeira fase e que não se enquadraram nos critérios de elegibilidade no momento inicial, mas que foram considerados convenientes.

314. Tais projetos serão trabalhados nos próximos quatro anos, sendo submetidos a critérios de priorização e alinhados ao Planejamento Estratégico da CVM. Adicionalmente, será proposta uma metodologia de Análise de Impacto Regulatório – AIR no rito de normatização da Autarquia. Oportunamente, a portaria que regulamenta o processo de normatização será submetida a uma revisão.

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

Supervisão do Mercado

315. A supervisão da CVM sobre o mercado de capitais é realizada por meio de dois mecanismos: a supervisão por demanda, decorrente do recebimento de denúncias e reclamações efetuadas por investidores, participantes do mercado ou efetuadas por outros órgãos ou esferas do poder público como o Ministério Público – MP e a Polícia Federal - PF; e a supervisão preventiva, em atendimento às disposições do art. 2º da Resolução CMN nº 3.427/06 e do art. 26 da Deliberação CVM nº 757/16, que normatizam o Sistema de Supervisão Baseada em Risco na CVM.

316. No âmbito do sistema da SBR, o Comitê de Gestão de Riscos – CGR aprova, a cada dois anos, o plano de supervisão que será executado pelas áreas finalísticas, que tem seus resultados reportados ao Conselho Monetário Nacional - CMN a cada seis meses, conforme determinado pela mencionada resolução.

317. Os Planos Bienais e Relatórios Semestrais do SBR estão disponíveis no sítio da autarquia. No último biênio (2017-2018) mantiveram-se submetidas a este modelo preventivo de supervisão as áreas de atuação da CVM que regulam os diferentes participantes do mercado de valores mobiliários (além da área então responsável pelas fiscalizações):

- *Empresas: Superintendência de Relações com Empresas – SEP;*
- *Fundos de Investimento: Superintendência de Relações com Investidores Institucionais – SIN;*
- *Auditores Independentes: Superintendência de Normas Contábeis e de Auditoria – SNC;*
- *Mercados e Intermediários: Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários – SMI;*
- *Registro de Ofertas Públicas: Superintendência de Registro de Valores Mobiliários – SER.*

Superintendência de Relações com Empresas – SEP

318. No âmbito da Superintendência de Relações com Empresas – SEP, houve atuação em quatro eventos de risco. O primeiro evento tratou da "não prestação ou atraso na entrega das informações periódicas por parte das companhias", em que foram enviadas 1.247 mensagens de alerta sobre o final do prazo de entrega; aplicadas 376 multas cominatórias, por falhas na entrega de informações; propostos cinco termos de acusação; suspensos ou cancelados os registros de nove companhias.

319. Em relação ao evento que trata da adequação das informações divulgadas (fatos relevantes, comunicados ao mercado, notícias na imprensa, entre outras), foram efetuadas 1.172 exigências pela B3, conforme o plano de supervisão conjunta da B3 e CVM, das quais 100 não foram atendidas. Em consequência, foram efetuadas 85 reiterações por parte da CVM, não tendo sido atendidas 21. Foram emitidos 246 ofícios de solicitação de esclarecimentos sobre notícias, comunicados e fatos relevantes, propostos quatorze Termos de Acusação e emitidos 33 Ofícios de Alerta.

320. Também a respeito da adequação das informações, com relação às supervisões sobre o conteúdo das propostas de administração para a Assembleia Geral Ordinária – AGO e as informações do Formulário de Referência, presentes desde os primeiros planos, o Plano Bienal 2017-2018 estabeleceu um maior foco sobre estas questões, por meio de novas ações.

321. Com relação à supervisão das Demonstrações Financeiras das companhias, foram emitidos dois ofícios de alerta e uma proposta de termo de acusação. Ainda sobre o tema, foram realizadas

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

supervisões referentes à divulgação de informações sobre controles internos; divulgação sobre políticas contábeis críticas; e sobre critérios de elaboração de testes de impairment e seu impacto nas DF.

322. Sobre a análise da regularidade de operações societárias, em 2018 foram realizadas diversas análises que abrangem operações de (i) fusão, cisão ou incorporação envolvendo companhias abertas; (ii) transações com partes relacionadas; (iii) aumento de capital por subscrição privada; (iv) emissão privada de valores mobiliários conversíveis em ações; (v) redução de capital; (vi) conversão de ações; e (vii) destinação do resultado. Tais análises resultaram na abertura de três termos de acusação, além do envio de ofícios de alerta e de recomendações.

323. Também foram realizadas três supervisões temáticas relacionadas à área de empresas: análise de negociações realizadas em período de vedação – Informações Trimestrais – ITR e Demonstrações Financeiras Padronizadas – DFP, resultando no envio de 35 ofícios de alerta; análise da adequação da governança das companhias abertas visando evitar a prática de 'insider trading'; e análise da divulgação de informações relativas a EBTIDA/EBTIDA ajustado.

Superintendência de Relações com Investidores Institucionais – SIN

324. No âmbito da Superintendência de Relações com Investidores Institucionais – SIN, em 2018 houve a criação de uma nova área, a Divisão de Fundos Listados e de Participações – DLIP, que passou a concentrar a atividade de supervisão dos fundos listados em geral (com destaque para os imobiliários e os fundos de índice – ETF) e os fundos de participações.

325. Para o ano de 2018, foram mantidos os eventos de risco reportados no ano anterior, que abordaram a verificação de: (i) regulamentos e lâminas de Fundos 555; (ii) regulamentos de Fundos Estruturados; (iii) composição de carteira de Fundos 555; (iv) avaliação de ativos de Fundos 555; (v) gerenciamento ineficiente de liquidez; (vi) alavancagem excessiva ou inadequada em Fundos 555; (vii) informações periódicas de Fundos Estruturados; (viii) normas contábeis de FIDC e FII; (ix) lastro de direitos creditórios de FIDC; (x) tratamento inadequado de eventos públicos; (xi) adaptação dos administradores à Instrução CVM 558; (xii) inspeções de rotina sobre Fundos 555 e Estruturados; (xiii) agências classificadoras de risco de crédito; (xiv) atuação da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais - ANBIMA sobre distribuição de cotas de fundos; (xv) atuação da Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais - APIMEC sobre analistas de valores mobiliários; (xvi) atuação da B3 sobre clubes de investimento; e (xvii) atuação da B3 no monitoramento dos fundos de investimento listados.

326. Em complemento aos eventos planejados no Plano Bienal, a CVM realizou duas supervisões para (i) verificar o atendimento à Instrução CVM nº 520/12 – CRI e CRA, e (ii) supervisionar o conteúdo das políticas de Prevenção à Lavagem de Dinheiro e ao Financiamento ao Terrorismo - PLDFT dos administradores de carteira, verificar as comunicações efetuadas no sistema SISCOAF pelos regulados, no subsegmento de fundos de investimentos, e identificar os beneficiários finais de Investidores não residentes - INR.

327. No exercício, também foi realizada uma análise com base em ferramenta de data mining para a precificação de ativos relevantes da carteira dos fundos 555 (no caso, títulos públicos). Essa supervisão apenas se viabilizou com a correção de uma falha na alimentação do cadastro de ativos da Composição e Diversificação das Ações - CDA (demonstrativo de carteira) de fundos. A correção permitiu reduzir o estoque informado na conta "outros" do CDA de um montante de R$ 300 bilhões para cerca de R$ 30 bilhões em poucos meses.

328. Em relação às ações de supervisão sobre os fundos estruturados, verificou-se a existência de riscos emergentes associados à falta de estrutura e alta heterogeneidade dos prestadores de serviço

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

na indústria, e da falta de diligência no segmento com o tratamento das provisões para créditos de recebimento duvidoso.

Superintendência de Normas Contábeis e de Auditoria – SNC

329. A CVM mantém, através do SBR, um sistema de supervisão preventiva tanto sobre a qualidade dos profissionais quanto sobre seus trabalhos de auditoria, tendo como parâmetro os padrões previstos na regulamentação aplicável.

330. Vale destacar a supervisão da Autarquia sobre o Programa de Educação Continuada – PEC, voltado a reforçar a capacitação e atualização dos auditores, e sobre o Programa de Revisão Externa do Controle de Qualidade, no qual auditores selecionados têm seus procedimentos revisados por outros auditores. Tal supervisão é viabilizada pela parceria com o Conselho Federal de Contabilidade – CFC, entidade responsável pela gestão de ambos os programas.

331. Sobre o PEC, com relação aos resultados das ações de supervisão realizadas em 2018, a CVM acompanha todos os 105 auditores que compõem sua matriz de riscos. O quantitativo de auditores identificados como não tendo atendido a PEC aumentou de 11 para 12 entre 2017 e 2018.

332. Com relação à supervisão do Programa de Revisão Externa, foi percebida uma tendência de redução no número de auditores que não se submetem ao Comitê Administrador do Programa de Revisão Externa de Qualidade - CRE a cada biênio. Tal fato é explicado pela alteração normativa no âmbito da CVM (ICVM 308/99), que elevou os patamares e a agilidade das punições, com a possibilidade de suspensão automática de registro; e pela atuação conjunta da CVM e do CFC, que estabelece apuração nos dois ambientes de atuação.

333. A respeito da supervisão sobre a adequação dos relatórios de auditoria, a CVM identificou uma redução considerável neste tipo de irregularidade no ano de 2018 (oito casos geraram Termo de Acusação ou Oficio de Alerta) em relação a 2017 (18 casos).

334. Ainda, a CVM atuou em duas supervisões temáticas: uma referente à divulgação de honorários de serviços de não auditoria e outra sobre atendimento à regra de rotatividade dos auditores.

Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários – SMI

335. Em 2018, dando sequência ao plano bienal, a CVM manteve a supervisão focada em três frentes: (i) supervisão sobre a autorregulação dos mercados organizados; (ii) supervisão direta sobre os mercados; e (iii) supervisão direta sobre os intermediários.

336. Em relação à supervisão sobre os autorreguladores (dentre os quais se destaca a Bovespa Supervisão do Mercado – BSM), houve a instauração pela área de quatro processos sobre layering (manipulação de preços por meio de ofertas artificiais de negociação) e a abertura de dez processos para investigação sobre o uso de informação privilegiada.

337. Outros resultados positivos foram a redução do estoque de processos na BSM, o que era a principal preocupação reportada no SBR do biênio anterior, e a condução das análises dos casos de Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos (MRP), onde se conclui que os critérios empregados estão em linha com o posicionamento da CVM.

338. Na supervisão direta, com relação ao tema suitability, foram concluídas as análises de três inspeções de rotina, resultando no envio de dois ofícios de alerta. Duas outras inspeções foram concluídas e estão em fase de análise pela área responsável. Ainda sobre o tema, destaca-se que em

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

2018 foi iniciado o trabalho de análise dos primeiros processos de reclamações de investidores, trazidos a conhecimento da CVM pelo seu canal de proteção e orientação ao investidor.

339. Sobre o resultado da atividade de monitoramento de operações indevidas no mercado Forex, a CVM reportou a edição de dois atos declaratórios, acompanhados de comunicação ao MP, resultando na abertura de dois termos de acusação. Em relação aos casos de intermediação irregular, a CVM reportou a edição de um ato declaratório, o envio de um ofício de alerta e a conclusão de um termo de acusação.

340. Quanto ao evento de risco que trata da não detecção de operações irregulares nos mercados organizados, foram instaurados treze Termos de Acusação e aprovadas cinco propostas de abertura de Inquérito Administrativo.

341. No período, também foram realizadas duas supervisões temáticas, uma voltada à verificação de falhas nas medidas adotadas pelos participantes sobre o tema Prevenção da Lavagem de Dinheiro e do Financiamento ao Terrorismo (PLDFT) e outra às questões de fintech – financial & technology.

Superintendência de Registro de Valores Mobiliários – SRE

342. Um dos aspectos atinentes à supervisão do mercado são as ofertas de distribuição, que podem ser classificadas, no âmbito da CVM, em (i) ofertas primárias e secundárias registradas; (ii) dispensas de registros deferidas; e (iii) ofertas com esforços restritos encerradas. O Plano 2017-2018 focou a supervisão sobre as Ofertas Públicas de Aquisição (OPAs), as distribuições públicas registradas e as distribuições com esforços restritos.

343. Com relação às OPAs, a supervisão abrangeu todas as ofertas, tanto as voluntárias sem registro quanto as OPAs registradas na CVM. Para as distribuições públicas registradas, foram selecionadas as operações conforme o tipo de valor mobiliário e seu volume financeiro.

344. Sobre as OPAs voluntárias sem registro, as ações foram iniciadas a partir da divulgação de fatos relevantes, editais publicados ou notícias divulgadas, e, em diversos casos, foi encaminhado ofício ao ofertante questionando-o sobre a observância a preceitos da Instrução CVM nº 361/02 e da regra de sigilo do art. 260 da Lei 6.404.

345. No que tange às Ofertas Públicas de Aquisição de Ações – OPA registradas e não registradas, tema regulamentado pela Instrução CVM nº 361/02, em 2018 foram realizadas quinze ofertas, cujo montante total alcançou R$ 23 bilhões. No âmbito das OPAs sujeitas à registro, foi acompanhada a observância ao disposto no art. 15 da instrução CVM nº 361/02 e ao edital aprovado, além de monitoramento da liquidação financeira, à vista ou a prazo. Com relação às ofertas de distribuição registradas, os anúncios de encerramento foram comparados com as documentações das ofertas e seus prospectos, verificando, entre outras, informações sobre o exercício de lotes, participação de pessoas vinculadas, e outros pontos. Em 2018, foram concluídas as análises de 21 operações e iniciadas 18 novas análises.

346. Quanto ao evento de risco sobre ofertas públicas de distribuição com esforços restritos, reguladas pela Instrução CVM nº 476/09, foram averiguados se os atos praticados pelos emissores e intermediários corresponderam à documentação da oferta e se estavam em conformidade com as normas. Foram examinados, entre outros pontos, o cumprimento do papel do intermediário líder, a concessão do direito de prioridade e a estrutura de securitização do valor mobiliário. No ano de 2018, foi iniciada a supervisão de quinze ofertas. No biênio, foram concluídas vinte análises, com destaque para o envio de três ofícios de alerta e a abertura de um termo de acusação.

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

347. A CVM ainda realizou uma supervisão temática sobre a aplicação da Instrução CVM nº 530 nas ofertas de esforços restritos, não sendo identificada irregularidade no período.

348. Os quadros abaixo demonstram a quantidade e volume de cada tipo de oferta de distribuição em 2018.

Tipo de Oferta	Ofertas em 2018	R$ Milhões
Ofertas Primárias e Secundárias Registradas	128	33.503
Dispensas de Registro Deferidas	5	410
Ofertas com Esforços Restritos Encerradas	975	247.897
Total	1108	281.810

349. Verifica-se a acentuação da tendência de maior utilização da via de colocação de ofertas por meio de esforços restritos de distribuição, opção que apresenta maior flexibilidade em termos de tempo de estruturação e colocação. Ressalte-se que desde 2009 foi introduzida a via de dispensa automática de registro para ofertas conduzidas sob esforços restritos, no rito da Instrução CVM nº 476/09. Maior detalhamento sobre os tipos de ofertas em 2018 é mostrado no quadro abaixo:

Tipo de Oferta	Registradas	R$ Milhões	Via Esforços Restritos	R$ Milhões
Ações	6	6.751	2	4.430
Certificado Audiovisual	42	43		
Notas Promissórias			84	28.960
Certificado de Recebíveis Imobiliários	12	2.887	89	5.306
Certificado de Recebíveis do Agronegócio	15	3.589	35	2.367
Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio			2	59
Letras Financeiras			14	5.966
Debêntures	5	2.703	345	149.199
Quotas de FIDC/FIC-FIDC/FIDC-NP	4	1.165	175	18.325
Quotas de FIP/FIC-FIP	4	5.157	170	27.139
Quotas de Fundo Imobiliário – FII	40	11.204	59	6.146
Total	128	33.499	975	247.897

Fiscalizações pela então Superintendência de Fiscalização Externa – SFI

350. As atividades da fiscalização externa da então existente SFI compreendiam tanto as inspeções por demanda, realizadas quando da existência de indícios de irregularidades, como também as inspeções de rotina, de caráter preventivo, que seguem o Plano Bienal da Supervisão Baseada em Risco – SBR. A CVM também realiza inspeções temáticas com enfoque pontual, de modo a verificar in loco a conduta de agentes de mercado quanto ao cumprimento de determinados dispositivos legais. Eventualmente, podem ser realizadas diligências e operações conjuntas com

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

outros órgãos da administração pública, como o BACEN e o Departamento de Polícia Federal, desde que pertinentes ao mercado de valores mobiliários.

351. Em 2018, a CVM efetuou inspeções em 133 participantes do mercado, tendo sido priorizadas, no período, inspeções em Fundos de Investimento em Participações – FIP. A exemplo do que ocorreu em anos anteriores, a indústria de fundos de investimento e seus prestadores de serviços – administradores fiduciários, gestores de carteira, custodiantes e consultores – representou o maior contingente fiscalizado. Foram inspecionados 48 participantes que atuam nesse segmento, correspondendo a 36% do total.

352. Também se destacaram, no balanço de 2018, as inspeções realizadas em instituições que atuaram em ofertas de valores mobiliários reguladas pela Instrução CVM 476. Tais inspeções foram realizadas no âmbito do Plano Bienal 2017-2018 do SBR. Esse trabalho abarcou 36 participantes – 27% do universo fiscalizado em 2018 –, sendo onze companhias abertas, dezesseis sociedades emissoras e nove entidades que atuaram como coordenadores das emissões.

353. Merecem registro, também, as inspeções realizadas em auditores independentes, que contemplaram a verificação de procedimentos aplicados a companhias abertas e fundos de investimento, incluindo os respectivos papéis de trabalho, totalizando dezesseis inspeções no período.

354. Em 2018, foi iniciado pela CVM um programa de inspeções de rotina com objetivo de verificar o cumprimento, pelas companhias abertas, de determinados dispositivos da Instrução CVM 358, relacionados à divulgação de fato relevante e às políticas de negociação de ações de própria emissão.

355. Quanto à natureza das inspeções executadas em 2018, verificou-se um equilíbrio entre as inspeções de demanda e rotina, tendo sido concluídos 21 processos do primeiro tipo e vinte do segundo.

356. Em 2019, a Superintendência de Fiscalização – SFI foi sucedida pela Superintendência de Supervisão de Riscos Estratégicos – SSR, cuja estruturação começou a ser planejada no segundo semestre de 2018. Parte do quadro de pessoal da SFI foi distribuído e alocado em outras Superintendências, que, a partir de 2019, passaram a desenvolver seus próprios planos de fiscalização in loco. Outro contingente de inspetores oriundos da SFI foi alocado na própria SSR, que passou a atender demandas formuladas diretamente pelo Comitê de Gestão de Riscos – CGR da CVM.

357. A criação da SSR se valeu de contribuições e análises decorrentes dos Projetos Estratégicos: Estrutura Organizacional e CVM Tech. A ideia é que seja priorizada a supervisão de temas ou de situações que geram riscos relevantes à integridade, à eficiência e ao desenvolvimento do mercado. Nesse aspecto, será incrementado o uso de ferramentas de tecnologia da informação, de forma a gerar mais inteligência nas atividades de supervisão e investigação. Espera-se, desse modo, um incremento na celeridade dos processos de supervisão, permitindo uma resposta mais rápida da CVM em casos considerados críticos.

Sanção ao Mercado

358. Em relação às atividades da CVM relacionadas à sanção ao mercado, apresentam-se a seguir algumas explicações e resultados, com vistas ao esclarecimento da atuação da autarquia, objeto da presente fiscalização.

359. De acordo com o modelo de atividade sancionadora adotado pela CVM (consoante Deliberação CVM 538/08), as superintendências responsáveis pela atividade de supervisão direta do mercado e de seus participantes podem instaurar processo sancionador e formular termo de acusação contra supostos infratores da legislação do mercado de valores mobiliários sempre que, por meio de investigação preliminar, encontrarem elementos suficientes de autoria e materialidade.

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

360. No entanto, investigações envolvendo um maior grau de complexidade probatória são objeto de específico inquérito administrativo, conduzidas pela Superintendência de Processos Sancionadores – SPS em conjunto com a Procuradoria Federal Especializada – PFE.

361. No ano de 2018, a CVM instaurou 105 processos administrativos investigativos, tendo sido arquivados três processos sem resultar em acusação, por ausência de elementos suficientes de autoria e materialidade. No exercício, foram julgados 109 Processos Administrativos Sancionadores (PAS) pelo Colegiado, sendo 93 de rito ordinário e dezesseis de rito simplificado. Adicionalmente, 27 processos sancionadores foram encerrados por meio de cumprimento de Termo de Compromisso (um dos tipos de mecanismo alternativo de resolução de litígios).

362. Dos acusados punidos, 249 foram multados, 31 advertidos, nove inabilitados, treze proibidos temporariamente de atuar e exercer qualquer atividade relacionada à intermediação, gestão ou distribuição de valores mobiliários e cinco foram suspensos. Cabe destacar que foram aplicadas 391 multas, que, somadas, atingiram a cifra de R$ 350,3 milhões.

363. Em 2018, 27 processos sancionadores foram encerrados por meio de cumprimento de Termo de Compromisso. No decorrer do exercício, o Colegiado aprovou 57 propostas, que envolveram 179 proponentes e atingiram a cifra de R$ 41,2 milhões.

Orientação ao Mercado e à Sociedade

364. A principal ferramenta utilizada pela CVM para orientação às companhias abertas, estrangeiras e incentivadas é a emissão de um Ofício-Circular anual, por meio do qual a autarquia fomenta a divulgação das informações societárias de forma coerente com as melhores práticas de governança corporativa, visando à transparência e à equidade no relacionamento com os investidores e o mercado, bem como minimizar eventuais desvios e, consequentemente, reduzir a necessidade de formulação de exigências e aplicação de multas cominatórias e de penalidades. Além disso, a CVM atua na resposta a consultas envolvendo questões referentes a companhias abertas, estrangeiras e incentivadas.

365. No que diz respeito às orientações à sociedade, a educação financeira consiste em elemento primordial para que a população possa melhorar a compreensão dos produtos e serviços financeiros, ter consciência das oportunidades e riscos envolvidos e fazer escolhas conscientes relativas à administração de seus recursos.

366. Em 2018, a CVM continuou atuando no sentido de não apenas fortalecer os canais de comunicação para receber denúncias e reclamações, como também ampliar o alcance de suas iniciativas educacionais, combinando ações de informação, formação, orientação e divulgação.

367. Ressalte-se ainda a participação da CVM na promoção de diversos eventos, concursos, premiações e publicações com vistas a orientar à sociedade.

368. Em relação aos eventos, destacam-se em 2018: 5ª Semana Nacional de Educação Financeira – Semana ENEF, organizada pelo Comitê Nacional de Educação Financeira – CONEF; a World Investor Week – WIW, iniciativa do Committee on Retail Investors da IOSCO – liderado pela CVM – cujo intuito é promover ações de educação financeira e proteção aos investidores em bases globais; 6ª Conferência de Ciências Comportamentais e Educação do Investidor e o Seminário Regional sobre Novas Tendências em Educação Financeira, organizado pela Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico – OCDE, ambos de caráter internacional e que contaram com a participação de acadêmicos, pesquisadores, bem como representantes de órgãos reguladores e autorreguladores; a 1ª edição do Curso Livre de Mercado de Capitais na Semana Mundial do Investidor; entre outros.

369. Quanto aos concursos e premiações, a CVM, em parceria com a B3 e com apoio da ANBIMA, da Escola de Educação Financeira da Rio-Previdência e da PLANEJAR, realizou a 4ª edição do Concurso Cultural Meu Pé de Meia, cujo objetivo é promover entre os jovens a reflexão, o debate, o compartilhamento de experiências e informações, bem como a criação e a disseminação

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

de conteúdos que estimulem a formação de poupança. Ainda em 2018, ocorreu a realização do 12º Prêmio Imprensa de Educação ao Investidor, iniciativa do Comitê Consultivo de Educação, que visa incentivar e premiar autores de matérias publicadas em jornais, revistas e agências de notícias, incluindo mídia digital, que contribuam para a educação dos investidores.

370. No campo editorial, a CVM iniciou um processo de revisão e atualização do conteúdo dos cinco livros já editados da Série TOP e distribuiu mais de 47 mil publicações em eventos, palestras ou diretamente a investidores, professores, instituições de ensino e outras entidades – ou versões digitais por meio do Portal do Investidor. Dentre os downloads realizados, destaca-se o livro TOP Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro, com 8.060, e o livro TOP Análise de Investimento que, de 2017 para 2018, saltou de 2.893 para 4.408 downloads.

Considerações Finais sobre a Visão Geral

371. Como exposto, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) é uma autarquia federal em regime especial. Suas principais atribuições abrangem a normatização, a supervisão e a fiscalização do mercado de valores mobiliários, bem como a regulamentação e a supervisão das sociedades anônimas de capital aberto. A CVM tem poder de sancionar condutas ou atividades irregulares no mercado de valores mobiliários.

372. Nos mercados desenvolvidos, os valores mobiliários são veículos indispensáveis de transformação societária e de financiamento corporativo. Consequentemente, servem ao desenvolvimento e à democratização do mercado de capitais, desempenhando importantíssimo papel no desenvolvimento econômico. Logo, o funcionamento eficiente do mercado de valores mobiliários é requisito indispensável para a economia do País.

373. Embora haja certo grau de discricionariedade legislativa na definição do que sejam valores mobiliários, a definição legal abstrata, mais abrangente, foi implementada pelo inciso IX do artigo 2º da lei do mercado de capitais (LMC), a Lei 6.385/1976, com as alterações promovidas pela Lei 10.303/2001.

374. No caso brasileiro, desde o advento da Lei n. 10.303/2001, as cotas de fundos de investimento passaram a ser consideradas como integrantes do rol de valores mobiliários (art. 2º, inciso V, da Lei 6.385). Assim sendo, os valores mobiliários brasileiros representam também uma das principais formas de investimento (i.e., de aplicação) das poupanças das pessoas naturais e jurídicas. Constituem, por via de consequência lógica, um meio de ligar investidores e empresas com necessidade de financiamento ou de capitalização, sem a intermediação do sistema bancário convencional (i.e., sem que as empresas tenham de recorrer a empréstimos de capital de giro, a descontos de duplicatas ou a financiamentos bancários de um modo geral).

375. Tradicional e conceitualmente, os dois principais valores mobiliários são as ações e as debêntures. Enquanto as ações representam parte do capital social das sociedades anônimas, as debêntures constituem a principal forma de emissão de dívida corporativa no mercado de capitais brasileiros.

376. Juntamente com outros valores mobiliários de renda fixa, as debêntures compõem o fluxo financeiro majoritário dos mercados de capitais, excluídos os movimentos de derivativos, cujo estoque regulado é o maior dentre todos. No caso brasileiro, são considerados valores mobiliários de renda fixa as debêntures, as notas (comerciais) promissórias e as letras financeiras. São igualmente considerados valores mobiliários os certificados de recebíveis do agronegócio (CRA) e os certificados de recebíveis imobiliários (CRI), juntamente com os fundos de investimento em direitos creditórios (FIDC). Juntos, esses valores mobiliários foram responsáveis pelo maior fluxo de emissões no mercado de capitais brasileiro nos últimos cinco anos.

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

Emissões	em	R$ milhões				
Ano	Renda fixa					
	Debêntures	Notas promissórias	Letras Financeiras	CRA	CRI	FIDC	Totais Anuais
2014	74.634	30.782	3.752	1.964	16.076	9.052	138.274
2015	61.812	12.957	1.200	4.750	10.024	5.998	98.755
2016	64.084	8.732	2.049	12.746	16.875	5.012	111.515
2017	89.355	28.136	3.005	14.703	8.121	16.466	161.802
2018	151.193	28.960	5.966	6.625	9.148	22.372	226.281
2019	184.492	36.609	9.975	12.425	16.636	31.096	293.252

Fonte: ANBIMA, O Mercado de Capitais Brasileiro em Números, 2020.

377. A tabela acima, adaptada de publicação institucional da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais – ANBIMA (peça 14, planilha completa entre os itens não-digitalizáveis), informa que o fluxo anual de emissões dos valores mobiliários pertencentes à categoria de renda fixa denominados debêntures, notas (comerciais) promissórias, letras financeiras, certificados de recebíveis do agronegócio (CRA), certificados de recebíveis imobiliários (CRI), juntamente com os fundos de investimento em direitos creditórios (FIDC) alcançou o montante de R$ 293 bilhões em 2019. Este montante foi superior àquele correspondente ao fluxo de emissões de ações – via ofertas públicas iniciais (IPO) ou secundárias (follow-on) -, na categoria de renda variável, em 2019, que atingiu, segundo a ANBIMA, R$ 90 bilhões. Ou seja, apenas as debêntures e as notas promissórias, que representam títulos de dívida corporativa, suplantaram àquelas de ações.

Ano	Renda variável	
	Ações IPOs	Ações follow-ons
2014	1.039	13.960
2015	873	17.461
2016	766	7.991
2017	19.148	20.581
2018	9.078	4.540
2019	10.243	79.773

378. Relativamente ao fluxo de bens e serviços finais produzidos (PIB) no Brasil em 2019, as emissões de valores mobiliários representaram aproximadamente 18% desse fluxo, em termos monetários:

PIB 2019	Emissões de Valores Mobiliários 2019	Percentagem Emissões / PIB
R$ 7.256.926	R$ 1.297.000,00	17,87%

379. Em um mercado bancário disfuncional, como o brasileiro, que cobra um diferencial de juros (spread) várias vezes superior aos juros básicos da economia, cresce em importância o mercado de capitais, em particular, o mercado de valores mobiliários.

380. De particular importância para fomentar o crescimento econômico, o investimento privado ocorre principalmente por meio das compras de ações e de debêntures. Assim, para que possa ocorrer um aumento do investimento privado, faz-se necessário o desenvolvimento do mercado de capitais, sobretudo, do mercado de valores mobiliários, uma vez que, no Brasil, os principais títulos de dívida

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

corporativa e de participação no capital das empresas, as ações e as debêntures, são valores mobiliários.

381. Há uma correlação positiva entre o desenvolvimento do mercado de capitais, de que o mercado de valores mobiliários é o principal componente, e o crescimento econômico. A atuação da CVM tem como um de seus desafios o enfrentamento dos fatores de risco existentes nos mercados de capitais. Sob sua regulamentação e sua supervisão direta está a modificação da estrutura de propriedade das companhias abertas, de que a aquisição de controle serve como exemplo. Com efeito, a dinâmica de transformação das empresas brasileiras tem na abertura de capital seu eixo central. A regulamentação expedida pela CVM dá contornos concretos às disposições gerais de parte considerável do Direito societário.

382. Dessa última perspectiva, existe outra função importante, desempenhada pela CVM, que concerne ao papel regulamentar, complementar à lei, sobre o Direito societário. A regulação jurídica exercida pela CVM influencia a tendência à maior ou menor dispersão da estrutura de propriedade do capital e, por via de consequência lógica, à maior ou menor democratização do capital das companhias abertas. Afeta, reflexamente, a dinâmica dos blocos de controle, porque, quanto maior a dispersão, mais as empresas se aproximam do modelo de alto dinamismo dos blocos de controle por coalizões entre acionistas.

A Regulação a cargo da CVM

383. Em sentido estrito, a Comissão de Valores Mobiliários não compõe o rol das agências reguladoras do Estado brasileiro. No entanto, a autarquia é comumente referida como sendo a "reguladora do mercado de capitais" ou a "reguladora do mercado brasileiro de valores mobiliários". É igualmente possível encontrar em seus relatórios, como inquéritos administrativos, a expressão "órgão regulador", por intermédio da qual os servidores da autarquia a esta se referem. (Por exemplo, "uma abordagem desse tipo foge ao alcance da CVM como órgão regulador").

384. Inequivocamente, a CVM cuida da efetiva regulação do mercado de valores mobiliários emitidos e negociados no Brasil pelas companhias abertas. Concomitantemente, supervisiona o cumprimento, pelas sociedades anônimas de capital aberto, das normas legais e regulamentares incidentes sobre seu registro perante a autarquia, supervisiona também a negociação de seus valores mobiliários nos mercados de bolsa e de balcão, bem como a oferta e a distribuição pública de seus valores mobiliários, suas publicações obrigatórias, incluindo, as de suas assembleias gerais e extraordinárias, fatos relevantes, comunicados ao mercado e demonstrações financeiras, anuais e trimestrais, entre outras.

385. Para que se tenha uma ideia do tamanho das companhias abertas brasileiras, embora o universo seja composto por seiscentas companhias com registro ativo perante a CVM, apenas cerca de 330 dessas companhias têm ações listadas em bolsas de valores. Segundo a B3, em janeiro de 2020, o valor de mercado das companhias listadas no índice de referência Ibovespa atingiu o montante de R$ 3,889 trilhões, que representava 82% do valor total das companhias com ações listadas na B3, de R$ 4,738 trilhões. O BNDESPAR, por exemplo, não tem ações emitidas ou listadas. Caso o patrimônio líquido retrate fidedignamente a situação financeira e patrimonial da entidade, seria a nona maior companhia aberta do País. A tabela a seguir, adaptada de planilha divulgada pela B3, intitulada "VM" (peça 15, itens não-digitalizáveis), destaca as vinte companhias de maior valor de mercado no Brasil, cujo valor de mercado em bolsa (B3) corresponde a quase 60% (58,14%) do valor total de mercado das companhias abertas listadas em bolsa no Brasil:

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

	COMPANHIAS	jan/20	fev/20
1	PETROBRAS (N2)	385.256.600,53	344.018.394,20
2	ITAUUNIBANCO (N1)	305.012.700,71	296.923.726,82
3	VALE (NM)	265.650.546,69	234.155.077,06
4	BRADESCO (N1)	259.010.210,09	233.125.316,35
5	AMBEV S/A	280.844.318,91	228.766.184,70
6	SANTANDER BR	157.194.899,02	147.132.287,94
7	BRASIL (NM)	139.087.342,15	134.273.441,56
8	ITAUSA (N1)	108.914.437,82	103.123.468,88
9	B3 (NM)	99.250.475,22	98.838.647,52
10	WEG (NM)	82.708.151,15	90.557.135,81
11	TELEF BRASIL	96.414.652,17	87.532.315,83
12	MAGAZ LUIZA (NM)	90.660.029,53	82.081.446,09
13	BTGP BANCO (N2)	76.952.413,46	71.450.264,22
14	BBSEGURIDADE (NM)	69.560.000,00	63.700.000,00
15	JBS (NM)	75.258.853,62	61.942.566,25
16	ELETROBRAS (N1)	61.996.516,63	54.546.193,79
17	GRUPO NATURA (NM)	56.500.784,10	54.042.679,37
18	SUZANO S.A. (NM)	54.001.326,38	51.918.593,09
19	LOJAS RENNER (NM)	45.704.782,22	42.403.218,32
20	CARREFOUR BR (NM)	44.821.785,24	41.051.913,97
	Valor de Mercado Total	***2.754.800.825,64***	***2.521.582.871,77***
	BNDESPAR (patrimônio líqu.)	107.021.418,00	31/12/2019

Total IBX: Valor de Mercado das empresas da carteira teórica do IBX.
Total Ibovespa: Valor de Mercado das empresas da carteira teórica do Ibovespa (somente empresas com o sinal (.) à esquerda).
(NM) - Novo Mercado.
(N1) - Companhias do Nível 1 de governança corporativa.

(N2) - Companhias do Nível 2 de governança corporativa.

386. Consequentemente, em função dessa característica, a discussão do conceito de regulação tem importância neste relatório.

387. A regulação tem várias vertentes. Existe a vertente normativa, a vertente da supervisão, a vertente fiscalizadora, a vertente sancionadora e a vertente pedagógica.

O Conceito Amplo de Regulação

388. O conceito amplo de regulação está ligado à ideia de capacidade sistêmica de autoajuste dinâmico. Essa ideia compreende não somente a regulação estatal, mas também a autorregulação privada (Camilo Junior, Ruy Pereira. Direito Societário e Regulação Econômica. Barueri (SP), 2018). Entre ambas, está também implicitamente compreendido o permanente diálogo regulatório entre o regulador estatal, os autorreguladores privados e os agentes econômicos, em especial, os atuantes no mercado regulado. Em particular, no caso brasileiro, encontram-se entre esses regulados as corretoras de valores, as distribuidoras de títulos e valores mobiliários, as bolsas de valores, as centrais de custódia, os mercados regulamentados de derivativos, os administradores de carteiras de valores mobiliários, os prestadores de serviços de escrituração de valores mobiliários.

389. Um exemplo de autorregulação pode ser encontrado no segmento especial de listagem da atual B3 – Bolsa, Brasil e Balcão, antiga BM&FBOVESPA, denominado de Novo Mercado. A então

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

BM&FBOVESPA, em um exercício de autorregulação, criou um segmento especial de listagem de companhias abertas, que deveriam aderir espontaneamente a regras específicas de governança corporativa. Especificamente, quanto ao exercício dos direitos políticos, adotou a regra de a cada ação corresponder um voto em assembleia, ou seja, as companhias ali listadas não poderiam mais ter ações preferenciais sem direito a voto. Esse exercício efetivo de autorregulação promoveu alterações sensíveis na dinâmica dos direitos dos sócios minoritários, antes divididos entre preferencialistas e ordinaristas.

II.3. Objetivo e questões de auditoria

390. A presente auditoria teve por objetivo verificar a conformidade e os riscos existentes na atuação da CVM na regulação e fiscalização do mercado de capitais.

391. A partir do objetivo do trabalho e a fim de avaliar a eficiência e a eficácia da atuação da CVM, formularam-se as questões adiante indicadas:

a) Questão 1: A CVM atuou no sentido de supervisionar, fiscalizar e sancionar administradores tendo em vista possíveis prejuízos aos minoritários no caso da fusão entre as empresas JBS e Bertin e tendo em vista possível abuso do poder de controle na reestruturação da Oi?

b) Questão 2: A CVM atuou (por iniciativa própria, do autorregulador ou demanda externa) no sentido de supervisionar, fiscalizar e sancionar administradores e pessoas físicas/jurídicas tendo em vista indícios de manipulação de preços e/ou uso de informação relevante não divulgada ao mercado e/ou criação de condição artificial e/ou operação fraudulenta e/ou prática não equitativa (transações ilegais) relacionadas às operações da National Beef, da empresa CCX (do Grupo X) e da JBS/J&F?

c) Questão 3: A CVM atua de forma razoável, tempestiva e abrangente no sentido de supervisionar, fiscalizar e sancionar se os fatos relevantes são devidamente divulgados pelas companhias abertas e se não há negociações ilegais (que podem ensejar oscilações atípicas) em períodos que antecedem a divulgação de fatos relevantes?

d) Questão 4: A CVM atua de forma tempestiva, razoável e abrangente no sentido de proteger os investidores em relação aos agentes autônomos de investimento, sem que haja possibilidade de captura da autarquia por parte de grandes corretoras e atores do mercado de capitais, e de modo que os agentes autônomos tenham real expectativa de serem condenados em caso do cometimento de irregularidades?

e) Questão 5: A CVM atuou (de forma tempestiva e abrangente) no sentido de supervisionar, fiscalizar e sancionar a ausência ou insuficiência dos testes de impairment, do reconhecimento das perdas e da necessária reavaliação de ativos, tendo por base as normas e pronunciamentos contábeis em vigor à época, no caso das demonstrações financeiras da Petrobras e da Eletrobras (mormente entre 2010 e 2014)?

f) Questão 6: Há risco de captura da entidade pelo mercado no que tange ao julgamento dos processos pelo colegiado e à elaboração das normas expedidas pela autarquia (como por exemplo nas alterações normativas que ensejaram possível desvirtuamento dos Fundos de Investimento em Participações e possível excesso de liberalidade nas ofertas com esforços restritos)?

g) Questão 7: A CVM conta com quantitativo de pessoal adequado para exercer, de forma abrangente e satisfatória, os seus mandatos legais?

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

II.4. Metodologia utilizada

392. Sucintamente, a metodologia empregada abrangeu as seguintes técnicas: exame documental, entrevistas, conferência de cálculos, circularização e revisão analítica.

393. Tendo em vista o ineditismo na realização de auditoria de conformidade pelo TCU na área finalística da CVM, os trabalhos foram realizados parcialmente em conformidade com as Normas de Auditoria do Tribunal de Contas da União (Portaria-TCU n. 280, de 8 de dezembro de 2010, alterada pela Portaria-TCU n. 168, de 30 de junho de 2011), que foram seguidas com adaptações, e mediante observância aos Padrões de Auditoria de Conformidade estabelecidos pelo TCU (Portaria-Segecex n. 26, de 19 de outubro de 2009), também seguidos com adaptações.

394. Considerando-se que essa foi a primeira fiscalização sobre a regulação da autarquia federal sobre os mercados de valores mobiliários, a fase de planejamento da auditoria assumiu contornos de levantamento de auditoria e exigiu a realização de estudos pormenorizados sobre o papel da autarquia, que permitiram a ampla delimitação do escopo dos exames, em caráter de tentativa, e a elaboração das questões de auditoria.

395. A característica central da metodologia adotada neste trabalho de fiscalização consistiu em examinar como a CVM internalizou seus mandatos legais, fez suas escolhas regulatórias e priorizou determinadas áreas de supervisão, em detrimento de outras. Para viabilizar esse exame, a equipe tomou como eixo central os planos bienais de Supervisão Baseada em Risco (SBR), elaborados internamente, desde 2009.

396. De acordo com a autarquia federal, a supervisão preventiva dos mercados por ela regulados tem sido realizada grandemente com base nesse modelo de Supervisão Baseada em Risco (SBR), que aperfeiçoa o enfoque sobre os riscos ao desempenho de seus mandatos legais:

> *CVM – SBR – Plano Bienal 2013 – 2014 (p.3):*
> *Desde o ano de 2009, a CVM tem realizado a maior parte de suas atividades de acompanhamento preventivo dos mercados e entidades sob sua jurisdição segundo um modelo de Supervisão Baseada em Risco – SBR. Com esta forma de atuação, estabelecida pela Resolução CMN nº 3.427/06 e regulamentada pela Deliberação CVM nº 521/07, o regulador foca sua atuação nos riscos ao desempenho de suas atribuições legais, racionalizando a utilização de recursos materiais e humanos e buscando uma abordagem mais preventiva do que reativa.*

397. Conforme se apontou, nos itens 201 a 213 deste relatório, as empresas estatais federais BNDES, - em particular, sua subsidiária integral, BNDESPAR-, Eletrobras e Petrobras desempenham papéis de destaque nos mercados de capitais. As duas últimas integraram a lista ABRASCA das dez maiores companhias abertas brasileiras em 2018 tanto por lucro líquido como por ativos totais. Considerando-se a experiência da SecexEstataisRJ no Controle Externo dessas entidades da administração pública indireta, o foco inicial concentrou-se sobre a supervisão realizada pela CVM sobre essas companhias abertas (BNDESPAR, Eletrobras e Petrobras), mais algumas empresas que receberam vultosas colaborações financeiras, via mercado de capitais, do sistema BNDES, através da BNDESPAR. Nesse sentido, constatou-se falta de menção às empresas estatais, nos planos bienais de Supervisão Baseada em Risco (SBR) elaborados pela CVM.

398. A partir do disposto nos planos bienais de Supervisão Baseada em Risco (SBR), tomados como parâmetros para a realização do presente trabalho, buscou-se analisar a atuação da autarquia, no que tange aos diversos aspectos regulatórios: normativo, supervisório, fiscalizatório e sancionatório, de forma mais ampla, priorizando-se um entendimento global, em detrimento de aspectos pontuais. O aspecto educacional não foi examinado.

399. Os exames foram procedidos, preponderantemente, por meio do emprego da técnica de análise documental sobre as respostas a requisições de informações e documentos relativos à atuação

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

da autarquia. Em complemento, foram realizadas reuniões com vistas ao esclarecimento de algumas informações e documentos encaminhados. Para chegar às conclusões, a equipe utilizou também, para fins de circularização, fontes externas à instituição, como, por exemplo, matérias especializadas, artigos de periódicos, bancos de dados de entidades autorreguladoras dos mercados de valores mobiliários, de capitais e financeiro, comunicados ao mercado e fatos relevantes de companhias abertas e estatísticas do Banco Central do Brasil (BCB), da Secretaria do Tesouro Nacional (STN), da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA) e da Associação Brasileira das Companhias Abertas (ABRASCA). Utilizou igualmente relatórios de organizações internacionais, como a Organização Internacional das Comissões de Valores (IOSCO), o Fundo Monetário Internacional (FMI) e o Financial Stability Board (FSB).

400. A administração da CVM impôs restrições aos trabalhos, tarjando diversos documentos solicitados pela equipe de fiscalização. Essa restrição será objeto de uma proposta de autuação de processo de representação pela Secretaria da Administração Indireta no Estado do Rio de Janeiro – SecexEstataisRJ.

II.5. Limitações inerentes à auditoria

401. Inicialmente, enfatiza-se que este foi o primeiro trabalho de Controle Externo sobre a área finalística da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Consequentemente, não havia trabalhos anteriores que servissem de referência sobre essa entidade pertencente à administração federal indireta. Não havia, por essa razão, nem análises (técnicas) nem julgados (do Tribunal) sobre as atividades regulatórias, supervisórias, fiscalizatórias e sancionatórias exercidas pela autarquia. Essa dificuldade acabou se refletindo na construção de uma matriz de planejamento demasiadamente ampla, que tentou cobrir vários aspectos diferentes da atuação da entidade. Por esse prisma, o trabalho assumiu uma característica de levantamento de auditoria.

402. Embora não componha formalmente o rol das agências reguladoras, a CVM, inequivocamente, desempenha o papel de reguladora do mercado de valores mobiliários, subconjunto principal do mercado de capitais brasileiro. A regulação da CVM é assaz complexa, por envolver matérias de Finanças, de Direito Societário, especificamente, relacionados às sociedades anônimas, de governança empresarial, de teoria da regulação, de Direito dos valores mobiliários brasileiros, de pronunciamentos técnicos emanados do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, entre outras. Os auditores não tinham domínio completo sobre todas as matérias e, mesmo contando com o integral apoio do secretário e do diretor responsável, não puderam adquirir tal desejável domínio.

403. A regulação se faz pelas vertentes da educação, da normatização, da supervisão, da fiscalização e da sanção. Complementarmente, faz-se pela vertente educacional. Assim, também, as áreas em que se dividem as atividades de supervisão são várias: empresas companhias abertas, fundos de investimento, outros emissores de valores mobiliários (p.ex., empresas emissoras de ativos ou títulos securitizados e sociedades limitadas emissoras de notas promissórias comerciais), mercados regulamentados e instituições autorreguladoras, como a bolsa de valores, e intermediários, como sociedades corretoras, distribuidoras de títulos e valores mobiliários, agentes autônomos de investimento, administradores de carteiras de valores mobiliários e auditores independentes de companhias abertas. Esse universo de regulados e a diversidade de atividades regulatórias obrigou a equipe a focar aspectos mais abrangentes da atuação autárquica, de modo a, neste primeiro trabalho, abrir o caminho para diagnósticos de pontos mais vulneráveis. Esse foi o caso, por exemplo, do exame relativo à supervisão sobre os fundos de investimento. Conquanto desvirtuamentos de fundos de investimento em participações (FIP) tenham sido detectados pela autarquia (vide Relatório Anual CVM 2018, peça 16, p. 18 e 24, assim como Oficio n° 10/2018/CVM/SRE; peça 70, p. 2-3), no âmbito da "Operação Greenfield", coordenada pelo Ministério Público Federal, com apoio da Polícia Federal, a

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

auditoria encontrou pontos de potencial maior vulnerabilidade no sistema, relativos ao universo dos fundos de varejo, regulados por normas mais abrangentes do que aquelas específicas para os fundos estruturados.

404. Quando do planejamento dos trabalhos, não se anteviu a limitação inerente ao exame documental de relatórios de análise das unidades técnicas da CVM. Nesse caso, a equipe, depois de iniciada a execução da auditoria, confrontou-se com a dificuldade implícita de formular julgamentos de valor sobre os entendimentos defendidos pelos técnicos da autarquia, no exame de casos concretos. Essa limitação traduziu-se na decisão de, neste primeiro trabalho de auditoria sobre a atuação finalística da entidade, não se rever nem apreciar o mérito das análises empreendidas pelas superintendências finalísticas da CVM. Tampouco formularam-se julgamentos de valor sobre as decisões do colegiado diretor da autarquia, particularmente, quando tais decisões contrariaram o entendimento expresso nos relatórios das unidades técnicas da autarquia.

405. Por essa razão, algumas questões de auditoria não puderam ser respondidas. A investigação em profundidade das questões 1, 2 e 5 demandaria a formação de julgamentos de valor sobre os muitos processos por meio dos quais a CVM efetuou a supervisão dos temas ali indicados. Assim, por exemplo, no que tange à primeira questão de auditoria, a reorganização societária pela qual atravessou a companhia aberta Oi S.A. foi objeto de supervisão da parte da Superintendência de Relações com Empresas (SEP) da CVM. Efetivamente, essa unidade técnica da autarquia, entre outras atividades de supervisão relacionadas, formulou três termos de acusação – processos de natureza sancionadora – como resultado do processo de supervisão. Não obstante, o enfoque atribuído pela supervisão às supostas irregularidades recaiu, em dois desses termos de acusação, sobre a omissão, por parte de determinados administradores, na divulgação de fatos relevantes tempestivos a respeito de aspectos do processo de reestruturação societária (peças 16 e 17). Noutro caso, o processo administrativo sancionador foi submetido à presidência da CVM concluindo pela responsabilidade de um administrador pelo descumprimento do artigo 153 da Lei 6.404/76 c/c o artigo 2º da Instrução CVM nº 248/96 e com o artigo 45 da Instrução CVM nº 480/09, pelo não arquivamento na CVM, simultâneo com o arquivamento na U.S. Securities and Exchange Commission (SEC) em 29/11/2013, do documento intitulado "Amendment nº 1" do Formulário 20-F, data-base 31/12/2012 (peça 18, p. 14). Em outras palavras, a autarquia não adentrou, nesses processos, o mérito de eventuais transferências ilegítimas de valor econômico resultantes dos acordos celebrados entre os acionistas controladores da Oi S.A. e da Portugal Telecom SGPS S.A., entre outros, como os da Telemar Participações S.A.. Situações semelhantes ocorreram em relação às questões dois e cinco, além de parte da primeira. Por conseguinte, em virtude da limitação inerente em se revisitar o mérito de processos administrativos analisados pelas unidades técnicas da CVM ou julgados pelo seu colegiado, algumas questões de auditoria não puderam ser respondidas. A equipe procurou formular, em caráter preliminar, diagnósticos de matiz mais abrangente e abstrato, evitando o pronunciamento sobre casos concretos.

406. A vertente educacional da regulação autárquica não foi objeto de exames de auditoria. Trata-se, não obstante, de uma área importante para formar uma cultura de investimento consciente em valores mobiliários tão cruciais como ações e debêntures, além daqueles em cotas de fundos de investimento, que, isoladamente, concentram um estoque de R$ 5,6 trilhões (peça 39). Dessarte, não foi possível avaliar se as ações educacionais de iniciativa da CVM contribuem para a formação de investidores mais ciosos de seus direitos no mercado de valores mobiliários e mais cientes dos riscos envolvidos no investimento em cada espécie de título ou valor mobiliário.

407. A vertente normativa da regulação também não foi apreciada na profundidade necessária para um pronunciamento de mérito. No caso da audiência pública que redundou na Instrução CVM 476 (ICVM 476), que dispõe sobre ofertas de valores mobiliários com esforços restritos, o exame dos autos permitiu encontrar indícios tanto na direção de aberturas normativas sugeridas por participantes do mercado ou por interessados (p.ex., escritórios de advocacia) como na direção de escolhas regulatórias

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

de fechamento normativo, exercidas pelas unidades técnicas da autarquia. Os exames foram inconclusivos quanto à captura da entidade por regulados, embora haja também indícios nesse sentido.

408. Houve limitações, algumas relevantes, aos trabalhos de auditoria. Tais limitações exigiram adaptações no roteiro inicial, mas não impediram o prosseguimento da auditoria nem a análise dos grandes temas selecionados na fase de planejamento.

409. Houve, contudo, limitações que prejudicaram parcialmente a realização de algumas análises, em particular, daquelas relacionadas com processos administrativos sancionadores conduzidos por meio de inquéritos administrativos, que foram substancialmente tarjados pela administração da entidade, conforme abaixo detalhado, no item II.6.

410. Foram também encontradas limitações relacionadas aos sistemas de informática utilizados pela autarquia. Por exemplo, a consulta a processos da CVM por meio do portal da autarquia esbarra em algumas dificuldades decorrentes de restrições de acesso, o que impede a realização de circularizações em relação às respostas encaminhadas. Existem, igualmente, situações em que um determinado processo não consta como existente entre os demais, em virtude de, internamente, ter sido aposta a chancela de restrição. Nesses casos, os processos quedam ocultos ao público em geral.

411. Além disso, até meados de 2016 os processos da autarquia eram preponderantemente em meio físico, sem que tenha havido migração total para meio digital, o que prejudicou algumas análises de processos mais antigos.

412. Outrossim, em relação aos processos já digitalizados, muitos não permitem a utilização de ferramentas de busca, por conterem peças inseridas por meio de arquivos de imagem, seja pela própria autarquia, seja pelos supervisionados dela.

II.6. Sonegação de informações

413. A administração da entidade, por meio do senhor Alexandre Pinheiro dos Santos, Superintendente-Geral da autarquia, expôs à equipe, desde o início dos trabalhos de fiscalização, sua preocupação a respeito do compartilhamento de informações protegidas por sigilos legais.

414. O gestor da CVM invocou os sigilos previstos na Lei 6.385/1976, em especial, aquele previsto no § 2º do artigo 8º da Lei, além do sigilo bancário e das operações de mercado de capitais, previsto na lei complementar 105/2001, que dispõe sobre o sigilo das operações de instituições financeiras, fiscal, previsto na Lei 5.172/1966 (Código Tributário Nacional), e empresarial, previsto, entre outras normas, na lei civil.

415. Comunicou à equipe de fiscalização, ao diretor coordenador da equipe e ao secretário de Controle Externo que, em seu entendimento, algumas informações solicitadas ao longo da auditoria não poderiam ser fornecidas, em virtude da incidência desses vários sigilos.

416. De fato, ao longo da fiscalização, diversos documentos foram entregues tarjados à equipe de auditoria (por exemplo, peça 25, p. 7; peça 26, p. 3, 4, 5 e 6; peça 27, p. 3, 4 e 5; p. 5, 7, 8, 9, 10, 11, 12 e 16-18; além das peças 29, 30 e 31, com várias seções tarjadas).

417. Os primeiros documentos tarjados chegaram em resposta ao quarto ofício de requisição, endereçado ao presidente da autarquia, por intermédio da superintendência geral, que objetivava obter informações relacionadas à atuação da Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários (SMI). As tarjas foram apostas sobre vários termos de acusação entregues à equipe de fiscalização, cobrindo trechos relativos a quantidades negociadas de valores mobiliários, a preços, a montantes negociados e a número de operações realizadas, mesmo quando não havia menção direta aos titulares

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

dos valores mobiliários (vide, por exemplo, os documentos 19957.006130-2017-31 - peça 26 - e 19957.011696-2017-85 – peça 27).

418. A seguir, em resposta ao décimo ofício de requisição (peça 64), destinado a obter informações da Superintendência de Processos Sancionadores (SPS), foram entregues à equipe documentos – cópias de termos de acusação – bastante tarjados, como as reproduções abaixo permitem ilustrar:

418.1. Inquérito Administrativo CVM 15/2009 (peça 28, p. 1):

A Superintendência de Processos Sancionadores ("SPS"), em conjunto com a Procuradoria Federal Especializada ("PFE") junto à Comissão de Valores Mobiliários ("CVM"), vêm, concluída a fase de instrução do Inquérito Administrativo CVM nº 15/2009, instaurado pela PORTARIA/CVM/SGE/Nº 349, de 28 de dezembro de 2009, para apurar "eventual utilização de informações relevantes ainda não divulgadas ao mercado em negócios realizados com valores mobiliários referenciados ou de emissão da Petróleo Brasileiro S.A. – Petrobras, no período que antecedeu à divulgação do Fato Relevante de 08 de novembro de 2007", apresentar o seu ***Relatório****, consoante o disposto no art. 7º da Deliberação CVM nº 538, de 05 de março de 2008, com proposição final de arquivamento.*

Reprodução da tabela 19, à fl. 16 (peça 28, p. 16):

Tabela 19 – Posição PETR4 em 07.11.07 e em 30.11.07

FUNDO	DATA: 07.11.07			DATA: 30.11.07		
	QTDE	VALOR	% PL	QTDE	VALOR	% PL
[redacted]						

Obs: Preço Fechamento PETR4: R$ 71,00 em 07.11.07; R$ 73,46 em 30.11.07

418.2. Relatório n. 2/2017-CVM/SPS/GPS-3:

A Superintendência de Processos Sancionadores ("SPS"), em conjunto com a Procuradoria Federal Especializada ("PFE") junto à Comissão de Valores Mobiliários (CVM), vêm, concluída a fase de instrução do Inquérito Administrativo CVM nº 19957.005388/2017-11, instaurado pela PORTARIA/CVM/SGE/Nº 131, de 30 de maio de 2017, visando à "apuração de eventual uso indevido de informação privilegiada por parte da JBS S.A. em negócios com contratos de dólar futuro, nos mercados de bolsa e balcão regulados pela CVM, em abril e maio de 2017", ao qual foi anexado o Inquérito Administrativo CVM nº 19957.006589/2017-35, instaurado pela PORTARIA/CVM/SGE/Nº 167, de 18 de julho de 2017, visando à "apuração de eventual uso indevido de informação privilegiada por parte da Eldorado Brasil Celulose S.A. e da Seara Alimentos Ltda., em negócios com contratos derivativos de dólar, nos mercados de bolsa e balcão regulados pela CVM, em maio de 2017", apresentar o seu Relatório, consoante o disposto nos arts. 5º e 6º da Deliberação CVM nº 538, de 05 de março de 2008, na forma a seguir.

Item III.1.3 do relatório, que foi seguido por dezenove páginas em branco contendo a frase "documento excluído conforme despacho de concessão de cópias" (peça 30, p. 9 a 29):

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

III.1.3 DO HISTÓRICO DAS OPERAÇÕES COM DERIVATIVOS CAMBIAIS[81]

[redacted]

419. Mesmo após a equipe ter permitido à administração da entidade que preservasse o anonimato das pessoas (item "2.a.2" do ofício de requisição 12; peça 45), físicas ou jurídicas, envolvidas nas operações de mercado supostamente irregulares, a administração optou por continuar tarjando os documentos.

420. Internamente, no âmbito da SecexEstataisRJ, a equipe recebeu a orientação de dar prosseguimento à auditoria, uma vez que nem todos os objetivos seriam seriamente prejudicados pelas tarjas apostas pela CVM.

421. Não obstante, considerando que houve, de fato, sonegação de informações à equipe de fiscalização, a Secretaria optou por formular proposta de representação ao Tribunal de Contas da União, para que seja apurada a legitimidade e a eventual responsabilidade dos gestores pela sonegação de informações.

II.7. Volume de recursos fiscalizados

422. Vislumbra-se como aproximação adequada do volume de recursos fiscalizados (VRF) o orçamento aprovado estabelecido pela lei orçamentária anual para a CVM, totalizando R$ 476.811.901,00. Considerando, contudo, que houve fiscalização na atividade finalística da CVM, englobando aspectos regulatórios, fiscalizatórios e sancionatórios da autarquia, o volume fiscalizado seria consideravelmente maior, abrangendo os recursos envolvidos nos mercados regulados pela entidade e os ativos administrados, registrados e custodiados por entes jurisdicionados à CVM. A título informativo, a arrecadação anual da taxa de fiscalização dos mercados de valores mobiliários pela CVM atingiu o montante de R$ 456.126.865,94 em 2018.

423. Outras possíveis aproximações do volume de recursos fiscalizados abrangeriam o montante (i.e., o valor monetário) das emissões de valores mobiliários no período ou o estoque de ativos regulados pela CVM. No entanto, tais indicadores do VRF implicariam testes substantivos de auditoria sobre o fluxo ou sobre o estoque de valores mobiliários, que não compunham o objeto da fiscalização.

424. No que concerne ao fluxo monetário das emissões de valores mobiliários no período, segundo a CVM, os valores emitidos em 2019 atingiram o montante total de R$ 450,7 bilhões (peça 39, p. 3), somando-se as emissões de ações, debêntures, notas promissória, certificados de recebíveis do agronegócio (CRA), certificados de recebíveis imobiliários (CRI), cotas de fundos de investimento em direitos creditórios (FIDC), cotas de fundos de investimento imobiliário (FII), cotas de fundos de investimento em participações (FIP) e Brazilian depositary receipts (BDR). Em 2018, também segundo a autarquia, o montante dessas emissões alcançou R$ 277 bilhões (peça 39, p. 3).

425. Do ponto de vista do estoque de ativos nos mercados regulados pela CVM, em dezembro de 2019, tal estoque atingiu, segundo a autarquia, o montante de R$ 35 trilhões (peça 39, p. 7), abrangendo o valor nocional dos derivativos registrados no Brasil, o patrimônio líquido dos fundos de investimentos,

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

o valor de mercado das companhias abertas cujas ações são negociadas em bolsa de valores no Brasil, o valor presente das debêntures em estoque, o valor dos títulos dos CRA e dos CRI, além do valor das notas (promissórias) comerciais em estoque.

II.8. Benefícios estimados da fiscalização

426. Entre os benefícios potenciais estimados desta fiscalização pode-se mencionar o incremento da economia, eficiência, eficácia e efetividade da entidade da administração pública federal indireta (CVM). Caso as recomendações sugeridas venham a ser implementadas, o benefício potencial poderia tornar-se real, o que por sua vez ensejaria maior confiança e credibilidade da sociedade no mercado de capitais, com consequente vantagem para os acionistas minoritários (algumas vezes representados por recursos federais) e para a sociedade como um todo, pois mercados de capitais desenvolvidos e eficientes estão associados ao crescimento econômico.

427. Outrossim, caso as recomendações sugeridas venham a ser implementadas, o benefício potencial de incremento da efetividade da supervisão exercida pela CVM sobre as empresas estatais, entre as quais as companhias abertas BNDESPAR, Petrobras e Eletrobras, abrangeria a proteção do patrimônio da União, sob a forma de ações com direito a voto dessas empresas.

II.9. Processos e documentos conexos

428. Os seguintes documentos e processos encontram-se conexos ao presente trabalho de fiscalização:

428.1. O documento 60.689.654-0 (peça 52), que trata de ofício, encaminhado pelos representantes legais da LAEP Investments Limited (LAEP), companhia estrangeira, atualmente, com registro cancelado pela CVM, em que pedem "sejam investigadas as irregularidades envolvendo a conduta dos servidores públicos que participaram das medidas administrativas e judiciais envolvendo a LAEP e os seus administradores" "no âmbito da auditoria instaurada pelo e. TCU para apurar a atuação da CVM". O documento 60.689.654-0 foi protocolado juntamente com os documentos 60.689.675-5, 60.689.685-4, 60.690.435-1, 60.690.441-2, 60.690.443-6, que constituem seus anexos (peças 53 a 57).

428.2. Em síntese, no texto do documento 60.689.654-0, os advogados do senhor Marcus Alberto Elias informam que este era controlador indireto da LAEP, sociedade constituída de acordo com as leis de Bermudas. Segundo informam, a LAEP teria investido no Brasil em empresas passando por dificuldades financeiras, como a Parmalat Brasil e a Daslu, que teriam sido adquiridas pela LAEP em processos de recuperação judicial (peça 52, p. 1).

428.3. Segundo os advogados, a LAEP obteve aprovação junto à CVM em 29/10/2007 para o registro de emissora estrangeira de valores mobiliários (peça 52, p. 2), de modo que pudessem ser negociados na BM&Bovespa (sucedida pela B3) valores mobiliários denominados Brazilian Depositary Receipts ("BDRs"), ou seja, certificados de depósito de valores mobiliários que representavam as ações emitidas pela LAEP no exterior e listadas em bolsa de valores fora do Brasil.

428.4. Trouxeram ao conhecimento do Tribunal a alegação de que, no "caso emblemático" da LAEP, haveria "fortíssimas evidências do uso da CVM para atender a interesses particulares, completamente estranhos ao interesse público e aos interesses dos seus verdadeiros investidores" (peça 52, p. 17). A seguir, são reproduzidos trechos relacionados à alegação (peça 52, p. 2-3):

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

A partir de 2010, mas principalmente em 2012, foram apresentadas de modo orquestrado repetidas reclamações sem qualquer fundamento e procedência perante a CVM em desfavor da LAEP e do ora Requerente por um grupo de autodenominados investidores de BDRs da LAEP, alguns dos quais reunidos numa associação de fachada denominada Associação Brasileira de Investidores no Mercado de Capitais - ABRIMEC.

A ABRIMEC ficou conhecida por difundir informações falsas sobre a LAEP em blogs do site ADVFN (http://br.advfn.com) com o intuito de manipular o preço dos BDRs, além de atacar a companhia e seus administradores, enviando reclamações com acusações falsas à CVM e outras autoridades, simultaneamente à elevada movimentação de compra e venda dos títulos da LAEP que fazia na Bolsa de Valores. Muito embora sustente representar interesses de aproximadamente cem supostos investidores da LAEP, dentro de um universo de dezesseis mil titulares de BDRs da companhia, a ABRIMEC é formada por não mais que dez pessoas, a maioria delas servidores públicos, que se servem das suas ligações em órgãos públicos com o intuito de atingir os seus (ilegais) objetivos.

> *OBSERVAÇÃO: Note-se que os membros da ABRIMEC realizaram em curto espaço de tempo, segundo dados da CVM, cerca de 30.000 negociações bursáteis em BDRs da LAEP, em consonância com os boatos que lançavam, portanto, movimentações essas típicas de manipulação de preços. Movimentaram mais de R$1 bilhão, quantia muito superior à renda publicamente declarada pelos servidores públicos que compõem a ABRIMEC, conforme informação do site Transparência Governamental. Por conta disso, em 29/1/13, a LAEP protocolou extensa documentação alertando a CVM sobre as atividades suspeitas da ABRIMEC e solicitando investigação e providências (doc. 2). Tendo a CVM ignorado tal requerimento, em petição protocolada em 17/8/16, o ora Requerente solicitou ao Superintendente Geral da CVM a apreciação pelo Colegiado dos graves fatos narrados (doc. 3). Entretanto, o pedido foi negado com base em parecer da PFE-CVM nº 135/2016 (doc. 4).*

Nesse contexto de ataques orquestrados, em 22/2/13, o Sr. Renato Coutinho, membro da ABRIMEC e servidor federal lotado no Ministério do Trabalho no município de Contagem (MG) enviou um e-mail ao Sr. Daniel, outro membro da ABRIMEC e servidor público da Procuradoria Geral da República, no qual se sugere abertamente o envolvimento do Sr. Marcelo Fiche, que, à época, ocupava a chefia do gabinete do então Ministro Guido Mantega, em assunto relacionado à Laep (doc. 5). O Sr. Marcelo Fiche ficou nacionalmente conhecido por ostentar um patrimônio incompatível com a sua renda de servidor público e foi acusado de cometer irregularidades quando ocupava a chefia do gabinete do ex-Ministro Guido Mantega, motivo que resultou em sua exoneração.

[...]

E o pior de tudo é que todas as ações tomadas contra a LAEP e o ora Requerente tiveram como (falsa) justificativa a defesa dos investidores da LAEP. No entanto, a única coisa que a CVM conseguiu foi levar a LAEP e as suas empresas ao completo colapso financeiro, causando gravíssimos prejuízos aos investidores que a CVM dizia estar protegendo.

428.5. De acordo com as alegações, a então Procuradora-Chefe da Procuradoria Federal junto à CVM, senhora Julya Sotto Mayor Wellisch, teria atuado inicialmente de ofício na esfera judicial para, depois, atuar também na esfera administrativa, co-produzindo relatórios de conclusão de inquéritos administrativos, posteriormente, juntados aos autos judiciais, como provas das alegações feitas por ela em desfavor da LAEP. Em virtude desses indícios de violação ao dever de abstenção preconizado pelo artigo 9º da Lei 9.784/99, propor-se-á remessa dos documentos ao Corregedor Geral da Advocacia Geral da União (AGU), para ciência.

428.6. A auditoria absteve-se de opinar sobre o mérito da questão, por diversas razões, que serão doravante declinadas.

428.7. Primeiramente, o Tribunal de Contas da União não promove a tutela de interesses particulares, porque, em o fazendo, estaria desvirtuando sua missão constitucional. Em função dessa restrição ao exercício da jurisdição do TCU, a posição institucional é de que cabe aos interessados,

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

cujos direitos tenham sofrido lesão ou estejam sob ameaça de lesão, recorrer ao Poder Judiciário, com fulcro, sobretudo, no artigo 5º, inciso XXXV, da Constituição Federal.

428.8. Segundo, a auditoria esbarrou em uma limitação objetiva: a CVM, dentro de suas prerrogativas legais, já havia deliberado sobre o mérito da questão. Por conseguinte, adentrar o mérito da questão envolveria reavaliar a decisão administrativa da autarquia federal que, no exercício das suas prerrogativas legais, decidiu pelo cancelamento do registro da companhia estrangeira LAET.

428.9. Terceiro, a análise de processos de cancelamento de companhias estrangeiras não compunha o objeto da auditoria nem o escopo dos procedimentos. Representaria, portanto, um desvio de rota. Ademais, após a leitura das peças protocoladas pelos representantes do senhor Marcus Elias, a equipe entendeu que teria que despender consideráveis esforços na produção de evidências, necessárias para confrontar a situação a ser encontrada com as alegações do senhor Elias, hipótese que, como inicialmente se justificou, caracterizaria o uso do Tribunal para a promoção de interesses privados, uma vez que o processo da LAEP não se encontrava entre os objetivos da auditoria. Por conseguinte, a análise do mérito das alegações dispersaria o foco nas questões macro organizacionais e institucionais, que estavam sendo compreendidas e para as quais havia sido deslocado o eixo dos trabalhos e.

428.10. Quarto, boa parte das alegações diziam respeito a questões que extrapolam as competências constitucionais do TCU, em particular, invadindo a seara do Direito Penal (a suposta prática de advocacia administrativa por parte de servidores públicos, as supostas sonegação e ocultação de provas e a suposta prestação de informação falsa em certidão pública, além, possivelmente, de suposta prevaricação). Quanto a essas alegações, propor-se-á o encaminhamento de cópias das supracitadas peças para o Ministério Público junto ao TCU, para ciência.

428.11. Quinto, entretanto, especificamente, no que concernia à manipulação de preços de mercado, serviu como subsídio para a análise da equipe. Como a administração da CVM insistiu em tarjar documentos que tivessem relação com a análise de operações concretas de mercado, a equipe não poderia analisar as alegações relativas às supostas manipulações de preço dos BDR da LAEP, que teriam sido objeto da criação de condições artificiais de oferta e de demanda. Essa obstrução aos trabalhos será objeto de proposta para que se autue representação de modo a enfrentar especificamente essa dificuldade de acesso às informações.

428.12. Há, não obstante, um ponto que pode ser destacado, relativamente ao processo administrativo que culminou na decisão administrativa supracitada. Esse ponto diz respeito à alegação de que a então procuradora-chefe da Procuradoria Federal Especializada junto à CVM, teria atuado de ofício, isto é, por iniciativa própria. Quanto a esse ponto de controle, considera-se que, embora tenha havido uma implícita consideração de regularidade processual, internamente à autarquia, caberia a remessa dos autos ao Corregedor-Geral da União, para ciência.

429. O processo TC 010.193/2015-4, de relatoria do Ministro Raimundo Carreiro, guarda conexão parcial com o mérito destes autos. Por meio do item 22.3 do despacho proferido em 4/2/2020, o relator, anuindo à proposta da SeinfraPetróleo, fez a seguinte determinação:

> *Encaminhar cópia das instruções dos autos (peças 335 e 356) à SecexEstataisRJ para que avalie, no âmbito da auditoria em curso na Comissão de Valores Mobiliários (TC 027.307/2018-2), se as análises empreendidas podem servir como subsídio para a auditoria integrada com o objetivo de "verificar a conformidade e os riscos existentes na atuação da CVM na regulação e fiscalização do mercado de capitais".*

430. Entre os documentos anexados ao processo de relatório de auditoria, consta o Oficio n. 14/2019/CVM/SPS/CCP (peça 58), encaminhado pelo Superintendente Geral, em exercício, da CVM, ao Presidente do TCU. Por meio do ofício, o superintendente traz ao conhecimento do Tribunal a conclusão da fase de instrução do inquérito administrativo CVM n. 6/2016, que trata da apuração "eventuais irregularidades relacionadas à possível inobservância de deveres fiduciários de

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

administradores da Petróleo Brasileiro S.A. - Petrobrás - no que concerne à construção do Complexo Petroquímico do Rio de Janeiro - COMPERJ":

> *A Superintendência de Processos Sancionadores ("SPS") e a Procuradoria Federal Especializada ("PFE") junto à Comissão de Valores Mobiliários ("CVM") vêm, concluída a fase de instrução do Inquérito Administrativo CVM n. 06/2016, instaurado pela Portaria/CVM/SGE/Nº 68, de 24 de março de 2016, para a apuração "eventuais irregularidades relacionadas à possível inobservância de deveres fiduciários de administradores da Petróleo Brasileiro S.A. - Petrobrás - no que concerne à construção do Complexo Petroquímico do Rio de Janeiro - COMPERJ", apresentar o seu Relatório, na forma do disposto nos artigos 5° e 6º da Deliberação CVM n. 538, de 5 de março de 2008, na forma abaixo.*

III. Achados de auditoria

III.1. Falta de menção às empresas estatais, nos planos bienais de Supervisão Baseada em Risco (SBR).

III.1.1. Descrição do achado

431. Os planos bienais de Supervisão Baseada em Risco (SBR) elaborados pela CVM desde 2009 não mencionaram expressamente as empresas estatais como prioridade da supervisão por iniciativa da autarquia, a despeito da relevância dos interesses difusos por trás da participação majoritária da União nessas empresas, das finalidades sociais em jogo, do interesse público, dos riscos de ingerência política e de perdas com esquemas de corrupção.

III.1.2. Situação encontrada

431. Como relatado, o modelo de Supervisão Baseada em Risco – SBR é adotado pela CVM desde o ano de 2009, com base na Resolução CMN nº 3.427/06. Tem por principal finalidade identificar e enfrentar os principais riscos ao cumprimento dos mandatos legais da autarquia reguladora do mercado de valores mobiliários.

432. Uma breve descrição de como evoluiu a supervisão baseada em risco no âmbito da autarquia federal pode ser extraída do plano bienal 2017 – 2018:

> *No biênio 2009-2010, as ações destinadas à mitigação dos riscos foram voltadas para as áreas de empresas, fundos de investimento, mercados e intermediários. Nos dois anos seguintes, a inclusão das atividades de acompanhamento dos auditores independentes configurou o principal avanço do processo.*
>
> *No biênio 2013-2014, os programas de inspeção de rotina inseridos nas atividades do SBR se apresentaram como uma importante ferramenta da supervisão preventiva, juntamente com as supervisões temáticas realizadas pelas áreas técnicas, em especial aquelas voltadas à gestão de liquidez relacionada à exposição em derivativos (fundos de investimento), à análise de insiders primários e à contabilização de combinação de negócios (empresas).*
>
> *No biênio 2015-2016, o SBR ampliou seu escopo ao incluir as atividades de supervisão da Superintendência de Registro de Valores Mobiliários – SRE, cuja atuação no período foi focada em irregularidades no andamento de Ofertas Públicas de Aquisição (OPAs) e de distribuição registradas. Também foram aprimoradas as ferramentas de gestão de riscos prioritários. Pode-se citar, como exemplo, o desenvolvimento do sistema de monitoramento de liquidez em fundos de investimento.*
>
> *Dessa forma, é possível afirmar que a cultura de atuação preventiva introduzida pelo SBR encontra-se consolidada em todas as áreas de supervisão da CVM, contribuindo para o aprimoramento do sistema de gestão regulatória da Autarquia.*
> *O Plano Bienal 2017-2018 reflete essa experiência acumulada. Alguns eventos de risco e ações gerais presentes no biênio anterior foram mantidos no novo Plano, como as atividades de*

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

> *acompanhamento das operações realizadas no mercado, abrangendo a apuração de indícios de irregularidades como a manipulação de preços e o uso de informação privilegiada.*
> *Contudo, novos desafios emergem no biênio 2017-2018. O cenário político e econômico do país, as novas configurações geopolíticas internacionais e as inovações em processos e produtos nos mercados de capitais trazem à tona a necessidade de ações de supervisão focadas, relevantes e que propiciem respostas tempestivas.*
> *Para fazer frente a tais desafios, este plano apresenta ações gerais e supervisões temáticas novas, tais como o risco de interconexão dos fundos de investimento com o sistema financeiro e o impacto de fintechs sobre o funcionamento dos mercados e seus intermediários.*
> *Considerada a intensa dinâmica das mudanças nos mercados de capitais e seus participantes, aprender com o passado e conectar-se ao futuro parecem ser o caminho natural para o aprimoramento da supervisão regulatória atual.*
> *Adicionalmente, diante da necessidade de desenvolver uma visão integrada dos riscos, a CVM editou, no dia 24 de novembro de 2016, a Deliberação nº 757, que tem por objetivo consolidar o processo de gestão de riscos em um único comitê – o Comitê de Gestão de Riscos (CGR), além de permitir a análise integrada entre os riscos de supervisão e fiscalização, foco do SBR, com os demais riscos existentes ao cumprimento de seus mandatos legais.*

433. Segundo a autarquia, os resultados institucionais obtidos desde sua implementação "demonstram o aperfeiçoamento da forma de condução das atividades de acompanhamento dos mercados e entidades sob nossa jurisdição" (Plano Bienal 2015 – 2016, p. 3).

434. A primeira versão do primeiro plano bienal (2009 – 2010) admitiu que a Supervisão Baseada em Risco – SBR, entre outras justificativas, serviria como um instrumento para mitigar o hiato entre as demandas de supervisão e os recursos disponíveis:

> *Como qualquer entidade governamental, a Autarquia possui recursos finitos e não pode estar em todos os pontos do mercado que requeiram sua intervenção, sendo primordial que busque a utilização mais racional dos meios de que dispõe para suas atividades.*

435. A lógica da atuação reguladora consistiria em prevenir, ao invés de reagir.

> *A supervisão baseada em risco, além de racional pela ótica da aplicação de recursos, busca transformar a atuação do regulador em mais preventiva do que reativa, tornando-o mais preparado para lidar com problemas potenciais.*

436. Apesar do contexto em que vigora a Supervisão Baseada em Risco – SBR, o exame dos cinco planos bienais de SBR implementados até 2019 permitiu constatar que as empresas estatais não constaram expressamente dos textos dos supracitados planos.

437. A situação existente configura uma decisão por deixar de incluir as empresas estatais federais como focos ou prioridades da regulação, em especial, da supervisão baseada em risco, por iniciativa da entidade autárquica.

438. As empresas estatais federais Banco do Brasil, Eletrobras e Petrobras, juntamente com a companhia aberta BNDESPAR, subsidiária integral da empresa pública federal BNDES, desempenham papéis de destaque nos mercados regulados pela CVM.

439. Conforme a menção feita nos itens 201 a 213, 385 e 397 deste relatório, as duas primeiras (Eletrobras e Petrobras) integraram a lista ABRASCA das dez maiores companhias abertas brasileiras em 2018 tanto por lucro líquido como por ativos totais. Considerando-se a experiência da SecexEstataisRJ no Controle Externo dessas entidades da administração pública indireta, o foco inicial concentrou-se sobre a supervisão realizada pela CVM sobre essas companhias abertas (BNDESPAR, Eletrobras e Petrobras), mais algumas empresas que receberam vultosas colaborações financeiras, via mercado de capitais, do sistema BNDES, através da BNDESPAR. Nesse sentido, constatou-se falta de menção às empresas estatais, nos planos bienais de Supervisão Baseada em Risco (SBR) elaborados pela CVM.

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

440. Ademais, a base acionária das empresas estatais federais Banco do Brasil, Eletrobras e Petrobras é muito grande e dispersa para ser olvidada pela regulação da CVM, uma vez que os interesses difusos dos acionistas minoritários somam-se aos interesses difusos da sociedade que, por meio da União, estão ali presentes.

441. Deve-se considerar igualmente que a Petrobras e a Eletrobras foram alvo de esquemas de corrupção denunciados por meio de operações conjuntas entre o Ministério Público Federal e a Polícia Federal. Tais esquemas de corrupção levaram à condenação de diversas pessoas, inclusive, de ex-diretores executivos dessas empresas.

III.1.3. Objetos

442. Os documentos nos quais o exame foi aplicado e o achado constatado foram os seguintes:

442.1. Plano bienal de Supervisão Baseada em Risco (SBR), 2009-2010;

442.2. Plano bienal de Supervisão Baseada em Risco (SBR), 2010-2011;

442.3. Plano bienal de Supervisão Baseada em Risco (SBR), 2012-2013;

442.4. Plano bienal de Supervisão Baseada em Risco (SBR), 2014-2015;

442.5. Plano bienal de Supervisão Baseada em Risco (SBR), 2016-2017;

442.6. Relatório Anual, 2018, da Comissão de Valores Mobiliários (CVM);

442.7. Relatório Anual, 2017, da Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

III.1.4 Critérios

443. Os critérios utilizados foram os seguintes:

443.1. Constituição Federal, artigo 173, caput, com ênfase na relevância do interesse público, e §§ 1º, incisos I e IV (responsabilidade dos administradores sujeitos à jurisdição da CVM), e 5º (punições compatíveis com a natureza de sociedades anônimas de capital aberto);

443.2. Lei 13.303/2016 (Lei das Estatais), artigos 4º, §§ 1º e 2º, e 5º entre outros;

443.3. Lei 6.404/76, artigos 235 e 238;

443.4. Resolução CMN nº 3.427/06;

443.5. Lei 6.835/1976, art. 4º, incisos I e II (Mandato legal para promover o desenvolvimento do mercado);

443.6. Lei 6.385/76, art. 4º, incisos III, VII e VIII (Mandato legal para assegurar a eficiência e o regular funcionamento do mercado);

443.7. Lei 6.385/76, art. 4º, incisos IV e V (Mandato legal para a proteção dos investidores no mercado de valores mobiliários);

443.8. Lei 6.385/76, art. 4º, inciso VI, e art. 8º, incisos I e II (Mandato legal para assegurar o acesso do público à Informação Adequada);

443.9. Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976, art. 177, §§ 3º e 5º, combinados com os incisos II e IV do § 1º do art. 22 da Lei n. 6.385, de 7 de dezembro de 1976, lembrando que as deliberações são tomadas pelo colegiado da CVM;

443.10. Lei n. 6.835/1976, artigos 8º e 9º; 22, § 1º., incisos I, II, IV (para as ações de supervisão sobre as empresas);

443.11. Processos do TCU julgados no âmbito da operação Lava Jato.

III.1.5 Evidências

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

444. As evidências utilizadas foram as seguintes:

444.1. Relatório Anual, 2018, da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), peça 16, p. 23 e 33;

444.2. Plano bienal 2009 – 2010 de Supervisão Baseada em Risco da CVM (Plano Bienal CVM 2015-2016 – versão integral.pdf), peça 60, itens não-digitalizáveis, fls. 9-10;

444.3. Plano bienal 2015 – 2016 de Supervisão Baseada em Risco da CVM (Plano Bienal CVM 2015-2016 – versão integral.pdf), peça 60, itens não-digitalizáveis, fls. 16, 18-20;

444.4. Plano bienal 2017 – 2018 de Supervisão Baseada em Risco da CVM (Plano Bienal CVM 2015-2016 – versão integral.pdf), peça 60, itens não-digitalizáveis, fls. 29-30;

444.5. Relatório ABRASCA, 2019 – 2018, www.abrasca.com.br;

444.6. Pesquisas junto ao terminal da Bloomberg, peça 74, incluindo itens não-digitalizáveis.

III.1.6. Causas

445. Trata-se de uma opção regulatória que leva em conta o fato de as empresas estatais supracitadas possuírem elevados níveis de governança e já serem objeto da atenção de outras instâncias de Controle, inclusive, do Tribunal de Contas da União.

III.1.7. Efeitos

446. O efeito potencial consiste em olvidar o relevante interesse coletivo que justificou a criação, por lei, dessas empresas, isto é, os interesses difusos ocultos por trás da participação majoritária, de controle acionário, da União. Outro efeito potencial consiste em dar tratamento assistemático à supervisão sobre essas entidades sui generis, isto é, conferir a terceiros, que demandem eventualmente a autarquia pelos canais apropriados, a iniciativa da supervisão sobre as empresas estatais.

III.1.8. Proposta preliminar de encaminhamento

447. Recomendar à Comissão de Valores Mobiliários, com fundamento no art. 43, inciso I, da Lei 8.443/1992, combinado com o art. 250, inciso III, do Regimento Interno do Tribunal de Contas da União (RITCU), que inclua em seu plano de Supervisão baseada em Risco (SBR) ações regulatórias especificamente voltadas às companhias abertas que ostentam a qualidade de empresas estatais federais (item 444.10).

III.1.9. Comentários dos Gestores

448. Submetida a recomendação aos gestores, a fim de que avaliassem, pelo prisma das consequências práticas, a conveniência e a oportunidade de sua implementação, a Autarquia se manifestou da seguinte maneira:

> *1. Preliminarmente, cabe recordar que a Superintendência de Relações com Empresas da CVM (SEP) é a área técnica responsável por coordenar, supervisionar e fiscalizar os registros de aproximadamente 650 (seiscentas e cinquenta) companhias abertas, companhias estrangeiras e companhias beneficiárias de incentivos fiscais registradas na CVM. Esse conjunto de companhias registradas envolve sociedades dos mais diversos setores de atividade.*
> *2. É importante observar que, a depender do setor de atividade e da composição de seu capital, a companhia aberta está sujeita à supervisão de mais de um regulador ou órgão de controle do Estado. Tal é o caso das instituições financeiras, seguradoras, companhias do setor elétrico, aviação, telecomunicações, transporte terrestre, entre outros, a exigir regulação e acompanhamento setoriais e específicos por Banco Central do Brasil (BCB), SUSEP, ANEEL, ANAC, ANATEL e ANTT, etc.. A depender da natureza da reestruturação pela qual passe uma companhia, a operação está ainda sujeita à regulação e à supervisão de outros órgãos ou entidades do Estado, tais como ocorre com os atos de concentração sujeitos à avaliação do CADE.*

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

3. Esse complexo sistema de supervisão da atividade econômica exige, por vezes, uma atuação coordenada e importante regime de intercâmbio de informações entre os órgãos ou entidades reguladoras. Não obstante, a atuação de cada órgão/ou entidade deve estar alinhada ao seu mandato legal, às suas competências e à lógica de supervisão do setor e do mercado regulados.
4. Nesse sentido, em seu Plano de Supervisão Baseada em Risco, a CVM dirige esforços no sentido de identificar, em cada ciclo vivenciado e dinamicamente, fatores que elevam ou mitigam riscos associados a eventuais inobservâncias à regulamentação do mercado de capitais e que representam ameaças ao desempenho dos seus mandatos legais.
5. Destacam-se, dentre os objetivos previstos no art. 4º da Lei nº 6.385/76, estimular a formação de poupanças e a sua aplicação em valores mobiliários; promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações; estimular as aplicações permanentes em ações do capital social de companhias abertas sob controle de capitais privados nacionais; assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados de bolsa e de balcão; ***proteger os titulares de valores mobiliários*** *e os investidores do mercado* ***contra atos ilegais de*** *administradores e acionistas,* ***controladores*** *das companhias abertas, ou de administradores de carteira de valores mobiliários; além de assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido. [Os grifos se encontram no texto original].*
[...]

25. Pelo exposto, sem prejuízo da constante análise e dos aperfeiçoamentos dos mecanismos de supervisão que a CVM está sempre buscando, entendemos que as propostas de recomendação aqui enfocadas no sentido da criação de ações regulatórias adicionais àquelas atualmente existentes e com foco em empresas estatais e sociedades investidas do BNDESPAR não atenderiam ao interesse público e regulatório sob os cuidados da CVM. De todo modo, a CVM não se oporia a qualquer recomendação voltada ao incremento do regime de cooperação que mantém com o TCU.

III.1.10. Análise dos Comentários dos Gestores

449. Inicialmente, os comentários enfatizam o desafio de regular o universo das empresas jurisdicionadas, tarefa que compete à Superintendência de Relações com Empresas da CVM (SEP): "coordenar, supervisionar e fiscalizar os registros de aproximadamente 650 (seiscentas e cinquenta) companhias abertas, companhias estrangeiras e companhias beneficiárias de incentivos fiscais registradas na CVM" (peça 90, p. 1). Quanto a esse universo, contudo, precisamos sublinhar o óbvio: nem todas as companhias abertas têm peso materialmente expressivo nos mercados de valores mobiliários. Efetivamente, é despiciendo reafirmar que o mercado de valores mobiliários por excelência – o mercado acionário – tem sua liquidez restrita a poucos "papéis" e a ainda menor número de emissores desses papéis. Consequentemente, a tarefa regulatória queda simplificada em parte por esse dado da realidade brasileira. Com efeito, não mais do que vinte empresas respondem por mais de 85% do volume financeiro médio anual negociado em bolsa.

450. No que concerne à supervisão, a Autarquia esclarece que "as empresas são objeto de supervisão conforme grau de priorização que leva em consideração a exposição dessas companhias ao mercado de valores mobiliários". Adicionalmente, "a CVM analisa a totalidade das reclamações, denúncias ou consultas que lhe são encaminhadas". Ademais, em certos casos, a companhia aberta está também sujeita à supervisão de outro regulador ou, eventualmente, outro órgão de controle do Estado, como, por exemplo, a Controladoria Geral da União (CGU) ou o próprio Tribunal (TCU).

451. Destaca que já exige, em seção própria do Formulário de Referência, a ser apresentado pelas companhias à reguladora, informações sobre as atividades que as sociedades de economia mista desenvolvem relacionadas ao interesse público que justificou suas respectivas criações.

452. Ao final, coloca-se à disposição para o incremento de ações conjuntas de controle, ou melhor, aberta "a qualquer recomendação voltada ao incremento do regime de cooperação que mantém com o TCU". Essa é uma postura institucional adequada ao tamanho do desafio de exercer o Controle sobre essas empresas estatais, entre as quais as gigantes de seus respectivos setores, a Petrobras, a

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

Eletrobras, o Banco do Brasil e a BNDESPAR. Inequivocamente, poderiam advir ganhos de sinergia significativos de uma cooperação interinstitucional entre a CVM e o TCU, porque seus técnicos detêm diferentes expertises, vivências e ferramentas de análise. Além disso, somar-se-iam as respectivas jurisdições legais sobre diferentes aspectos operacionais dessas empresas.

453. É uma visão que precisa ser ampliada. As empresas estatais são muito importantes no contexto brasileiro. Em particular, historicamente, tanto as ações da Eletrobras como as ações da Petrobras foram responsáveis por prover liquidez às bolsas de valores brasileiros, ou melhor, suas ações concentraram historicamente parcela significativa dos negócios registrados em pregão.

454. À vista desses comentários, considerando-se a relevância das empresas estatais na economia brasileira e o destacado papel desempenhado pelas sociedades de economia mista federais no mercado de capitais brasileiro, propor-se-á recomendação à CVM no sentido da celebração de convênio de cooperação com o TCU para implementar ações específicas de controle conjunto sobre as sociedades de economia mista federais que ostentam a qualidade de companhias abertas.

III.1.11. Proposta definitiva de encaminhamento

455. Recomendar à Comissão de Valores Mobiliários, com fundamento no art. 43, inciso I, da Lei 8.443/1992, combinado com o art. 250, inciso III, do Regimento Interno do Tribunal de Contas da União (RITCU), que promova ações regulatórias especificamente voltadas às companhias abertas que ostentam a qualidade de empresas estatais federais (item 444.10), inclusive, mediante o incremento do regime de cooperação que mantém com o Tribunal de Contas da União, por exemplo, a celebração de convênio de cooperação com o objetivo de implementar ações de controle conjunto sobre as sociedades de economia mista federais que ostentam a qualidade de companhias abertas (item 444).

III.2. Indícios de que o foco da supervisão na área de empresas recai sobre eventos objetivos de inadimplência na prestação de informações.

III.2.1 Descrição do achado

456. Indícios de que o foco da supervisão na área de empresas recai sobre eventos objetivos de inadimplência na prestação de informações e, por conseguinte, indicam ênfase na defesa do mandato legal de assegurar o acesso do público a informações adequadas e tempestivas sobre os valores mobiliários e as companhias que os tenham emitido. Considerando-se os recursos humanos escassos, a supervisão acaba por não ter como enfatizar, na mesma proporção, a análise do impacto econômico subjacente às operações de reorganização societária.

457. Na área de empresas, constatou-se intensa supervisão sobre a entrega tempestiva das informações exigidas das companhias abertas, especificamente, a supervisão da entrega de informações periódicas e da divulgação de atos e fatos relevantes pelas companhias abertas, bem como da verificação do conteúdo de boletins de voto a distância. Em decorrência, a supervisão realizada pela SEP produziu, entre os anos de 2013 a 2017, 2.378 multas cominatórias aplicadas a companhias abertas, estrangeiras e incentivadas. Essa intensa atividade de supervisão teve como foco o mandato legal de assegurar o acesso do público a informações adequadas e tempestivas sobre os valores mobiliários e as companhias que os tenham emitido (em observância ao disposto no art. 4º, inciso VI, e art. 8º, incisos I e II, da Lei 6.385/76).

458. Ao mesmo tempo, observou-se um número menor de supervisões sobre as operações societárias capazes de afetar de maneira significativa os direitos dos acionistas minoritários, como as operações de fusões, aquisições e cisões, as transações entre partes relacionadas, as emissões privadas de valores mobiliários conversíveis em ações, os aumentos de capital por subscrição privada, as conversões de ações e as reduções de capital. Com efeito, no mesmo período, analisou, ao todo, 278

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

operações societárias capazes de afetar de maneira significativa os direitos dos acionistas minoritários. Nesse contexto, os atos ilegais de administradores e de acionistas controladores que podem também ocorrer através das operações de reorganização societária receberam menos atenção regulatória (supervisória e sancionatória), relativamente às atividades de supervisão sobre a entrega de informações periódicas e da divulgação de atos e fatos relevantes pelas companhias abertas. A proteção dos titulares de valores mobiliários e dos investidores do mercado, em geral, contra tais atos, está compreendida no mandato legal de "proteção aos investidores" (peça 16, p.9) conferido pelo disposto no artigo 4°, incisos IV e V, da Lei 6.385/76.

459. Ao supracitado evento de risco, por sua vez, foi associada a probabilidade de "irregularidades nas propostas e decisões da administração, nas deliberações em assembleias gerais na condução de negócios por parte dos controladores e órgãos da administração" (peça 41, itens não-digitalizáveis). Portanto, observa-se que o tema não foi diretamente eleito como um evento de risco capaz de comprometer a eficiência da supervisão autárquica.

III.2.2. Situação encontrada

460. De acordo com o Relatório Anual da CVM, referente ao ano de 2018 (peça 16, p. 23), estavam inseridas na supervisão baseada em risco sobre as companhias abertas as atividades de supervisão da entrega de informações periódicas e da divulgação de atos e fatos relevantes; verificação do conteúdo de boletins de voto a distância; verificação da coerência e da consistência entre as divulgações feitas nas seções 10 e 13 do Formulário de Referência; verificação da divulgação de informações relativas à política de gerenciamento de riscos; supervisão de demonstrações financeiras; e análise de operações societárias capazes de afetar de maneira significativa os direitos dos acionistas minoritários (por exemplo, operações de fusão, cisão e incorporação, transações com partes relacionadas, aumentos de capital por subscrição privada, emissões privadas de valores mobiliários conversíveis em ações, reduções de capital e conversões de ações).

461. No âmbito das companhias abertas, segundo a CVM, as reorganizações societárias – fusões, aquisições e cisões, além, eventualmente, de incorporações de ações – são operações realizadas pelas companhias para reordenar sua estrutura, inclusive, sua estrutura de propriedade, assim como reordenar operações, ativos ou estrutura de capital, com os objetivos de melhorar sua eficiência operacional, obter benefícios tributários e de aumentar a percepção de valor que o público tem da empresa, com vistas a atrair novos financiadores, novos sócios ou a negociar o controle acionário. Do ponto de vista mais abstrato, considerando-se os volumes financeiros movimentados e a importância desses negócios, há a necessidade de se estabelecer a regulação jurídica da aquisição de controle nas companhias abertas.

462. De acordo com levantamentos realizados pela ANBIMA, os negócios de fusões e aquisições movimentaram os seguintes valores, no período entre 2006 e 2018:

ANO	*N° de Negócios*	*VALOR do NEGÓCIO*
2006	*75*	*R$ 132,3 bilhões*
2007	*148*	*R$ 136,5 bilhões*
2008	*99*	*R$ 125,9 bilhões*
2009	*95*	*R$ 119,3 bilhões*
2010	*143*	*R$ 184,8 bilhões*
2012	*176*	*R$ 122,3 bilhões*
2013	*181*	*R$ 165,3 bilhões*

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

2014	*146*	*R$ 192,7 bilhões*
2015	*111*	*R$ 109,5 bilhões*
2016	*138*	*R$ 179,2 bilhões*
2017	*143*	*R$ 138,4 bilhões*
2018	*140*	*R$ 177,2 bilhões*

Fonte: ANBIMA, Fusões e Aquisições em Números.

463. Segundo a ANBIMA, em 2018, foram anunciadas 140 operações de fusão e aquisição, que envolveram recursos de R$ 177,2 bilhões. Em 2010, por exemplo, foram 143 operações, que corresponderam a um volume financeiro de R$ 184,8 bilhões, segundo a ANBIMA. Parte considerável desse montante correspondeu à aquisição de empresas estrangeiras por brasileiras. Esses números deram substância a um mercado de controle acionário. Em geral, o desenvolvimento do mercado de capitais está associado a uma tendência a maior dispersão da estrutura de propriedade do capital. Esse fenômeno tem importância para a regulação societária.

464. Em virtude do poder regulamentar da Comissão de Valores Mobiliários, a regulação jurídica da aquisição de controle na sociedade anônima deve tomar como referências as normas complementares expedidas pela autarquia. A aquisição de controle importa a transferência efetiva da titularidade do poder de controle da companhia. Ressalva-se que a alienação do controle acionário configura apenas uma das formas pelas quais se adquire o controle na sociedade anônima. Nesta última hipótese, a lei das sociedades anônimas (LSA) obriga à oferta pública de aquisição de ações (OPA).

465. Nesse contexto, o dilema regulatório situa-se entre dois eixos: o das companhias com controle concentrado e o das companhias com controle difuso. Nestas, há maior dispersão do capital social. A discussão reside justamente nas dificuldades de se estabelecer um único marco regulatório para lidar com essas duas situações (Munhoz, Eduardo Secchi. Aquisição de Controle na Sociedade Anônima. São Paulo: Saraiva, 2013.).

466. Com efeito, nas economias marcadas pela concentração, o foco do Direito societário recai sobre os potenciais conflitos de interesses entre o controlador, os minoritários, ainda que detenham participações relevantes (maiores do que 5%) e o adquirente do controle.

467. O tema das fusões, aquisições, incorporações, reestruturações e cisões de companhias abertas entrou indiretamente na agenda regulatória da Supervisão Baseada em Risco (SBR) da CVM desde a sua primeira versão, contida no Plano Bienal 2009-2010. Na área de empresas, as ações gerais de supervisão e os respectivos resultados esperados foram delineados pela reguladora da seguinte forma:

> *Ações Gerais e Resultados Esperados*
> *Para cumprir os mandatos legais de proteger os investidores contra atos irregulares, garantir o acesso à informação adequada e fiscalizar e punir atos irregulares, a CVM, em sua atividade de acompanhamento e fiscalização de empresas, realiza duas grandes ações gerais, descritas abaixo juntamente com os resultados esperados:*
> *1ª) Acompanhamento das informações periódicas e eventuais divulgadas ao mercado pelas companhias, verificando sua disponibilização oportuna e sua qualidade, de modo a possibilitar a tomada de decisão pelo investidor de forma consciente.*
> *2ª) Acompanhamento da atuação dos administradores e acionistas controladores das companhias, verificando a observância do respeito ao interesse social, [posteriormente, nas versões seguintes da SBR, às leis e normas societárias] e aos direitos dos acionistas, de modo a fortalecer a confiança dos investidores no mercado.*

468. Os riscos associados ao alcance dos resultados supratranscritos foram definidos da seguinte maneira:

> *O resultado esperado para a primeira ação geral está sujeito aos seguintes eventos de risco:*

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

1. Não prestação ou atraso na entrega das informações periódicas por parte das companhias;
2. Não divulgação adequada, pelas companhias, seus administradores ou acionistas, de informações úteis, com qualidade adequada e suficientes à tomada de decisão pelos investidores, ou sua divulgação de forma assimétrica, intempestiva ou incompleta [posteriormente, a redação passou a ser a seguinte: capazes de afetar as decisões de investimento e o exercício de direitos por parte dos acionistas minoritários]; e
3. Elaboração e divulgação, pelas companhias, das informações econômico-financeiras em desacordo com a regulamentação vigente e com as disposições estatutárias das sociedades.

469. Constata-se que, até esse nível de detalhamento, não havia menção expressa às operações de reorganização societária como uma das prioridades da supervisão sobre as empresas. Entretanto, o tema entrou indiretamente na pauta da SBR porque esse tema constituiu prioridade da supervisão sobre um evento de risco, expresso da seguinte forma: "não divulgação, pelas companhias, seus administradores ou acionistas, de informações úteis, com qualidade adequada e suficientes à tomada de decisão pelos investidores, ou sua divulgação de forma assimétrica, intempestiva ou incompleta". Observa-se que o foco da autarquia recaiu sobre o aspecto informacional do evento de risco regulado preventivamente.

470. Ao supracitado evento de risco, por sua vez, foi associada a probabilidade de "irregularidades nas propostas e decisões da administração, nas deliberações em assembleias gerais na condução de negócios por parte dos controladores e órgãos da administração" (peça 41, itens não-digitalizáveis). Portanto, observa-se que o tema não foi diretamente eleito como um evento de risco capaz de comprometer a eficiência da supervisão autárquica. Adicionalmente, constata-se a ênfase no aspecto informacional da regulação.

471. Organizacionalmente, o tema ficou compreendido dentre aqueles sob a responsabilidade da Superintendência de Relações com Empresas (SEP), responsável pelas atividades de supervisão, orientação e sanção na área de empresas (companhias abertas), bem como, complementarmente, de atualização de registro das companhias, quando de emissões de seus valores mobiliários, e de apoio à normatização no que concerne às companhias abertas, estrangeiras e incentivadas (peça 41, apresentação institucional entre os itens não-digitalizáveis).

472. Operacionalmente, a SEP exerce suas atividades por meio da divisão de trabalho em cinco gerências (denominadas GEA-1, GEA-2, GEA-3, GEA-4 e GEA-5), mais a unidade organizacional da superintendência (isto é, de apoio ao superintendente), perfazendo seis componentes organizacionais (CO). De acordo com a CVM (peça 40), em 2018, o quantitativo de pessoas alocado à Superintendência compreendia 33 analistas de valores mobiliários e oito inspetores, além de outros cargos, da seguinte forma:

CO	Analista	Inspetor	Agente Executivo	Aux. de Serv. Gerais	Procurador Federal	Total	DAS (**)	Total Gera	Estagiário	Estagiário - Nível Médio	
SEP	33	8	7	1	-	49	-	49	10	2	

Fonte: CVM, ASA.

473. De acordo com o Relatório de Gestão da SEP (peça 41, p. 1), relativo ao ano de 2017, o número de servidores em atividade naquela Superintendência era de 59 servidores, dos quais quarenta estavam responsáveis pelos trabalhos de nível superior:

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

QUANTITATIVO DE SERVIDORES NA SEP, EM 31.12.2017

Cargo	SEP	GEA-1	GEA-2	GEA-3	GEA-4	GEA-5	Total
Superintendente	1	0	0	0	0	0	**1**
Gerente	0	1	1	1	1	1	**5**
Analista	1	6	6	6	8	7	**34**
Assistente	1	0	0	0	0	0	**1**
Agente Executivo	1	1	1	1	1	1	**6**
Auxiliar de Serviços Gerais	1	0	0	0	0	0	**1**
Vagas de Estagiário*	2	2	1	2	2	2	**11**
Total	**7**	**10**	**9**	**10**	**12**	**11**	**59**

*3 vagas de estágio do Convênio PUC e 9 vagas de estágio fora do convênio
Fonte: Controles da SEP

474. O universo das entidades jurisdicionadas à Superintendência de Relações com Empresas (SEP), responsável pelas atividades de supervisão sobre as companhias abertas (incluindo, eventualmente, aquelas com registro suspenso pela autarquia), companhias incentivadas e companhias estrangeiras pode ser visto pela tabela abaixo (peça 41, apresentação institucional):

Universo de participantes supervisionados pela SEP	
Participante	*Quantidade de registros ativos em 14/9/2018*
Companhias Abertas	***612***
Companhias Estrangeiras	***8***
Companhias Incentivadas	***49***

Fonte: CVM, SEP.

475. Grosso modo, observava-se uma relação de quinze companhias abertas (a serem supervisionadas) por servidor de nível superior lotado na Superintendência de Relações com Empresas – SEP.

476. Para que se tenha uma ideia da evolução desse universo, a supervisão da área de empresas, de responsabilidade da Superintendência de Relações com Empresas – SEP, contava, em outubro de 2014, com um total de 775 companhias registradas (com registro ativo ou suspenso), sendo 652 companhias abertas, treze companhias estrangeiras e 110 companhias incentivadas. Houve, assim, uma diminuição no universo de entidades reguladas, nessa área, entre 2014 e 2018.

477. Em apresentação institucional à equipe de auditoria (peça 41, apresentação institucional entre os itens não-digitalizáveis), a SEP assim delineou seus principais macroprocessos de trabalho, que denotam ênfase nos aspectos relacionados à informação, isto é, que procuram resguardar o cumprimento do mandato legal de assegurar o acesso do público a informações sobre as companhias emissoras de valores mobiliários:

> *1. Registro* – concessão, atualização, suspensão e cancelamento de registros;*
>
> *1.1. *De acordo com o relatório de gestão da SEP (2017), a pedido da Superintendência de Registros (SRE), a SEP manifesta-se sobre a atualização do registro das companhias abertas e estrangeiras, quando de distribuições públicas de valores mobiliários e nas ofertas públicas de aquisição de ações (OPA). Atua, ainda, na análise e eventual concessão de pedidos de cancelamento de registro de companhias abertas, estrangeiras e incentivadas.*
>
> *2. Supervisão – verificação da tempestividade, do conteúdo e da regularidade das informações prestadas;*

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

3. Sanção – emissão de ofícios de alerta, oferecimento de Processos Administrativos Sancionadores (PAS) como Termos de Acusação (TA) e PAS de rito simplificado e propostas de abertura de inquérito administrativo à Superintendência Geral da autarquia;

4. Orientação – emissão de Ofícios-Circulares sobre a divulgação de informações periódicas e eventuais e interpretação de decisões do Colegiado da CVM e das normas legais e regulamentares; e

5. Apoio à normatização – Auxílio às áreas responsáveis pela elaboração de normas societárias e contábeis.

478. Conforme se depreende do texto, a supervisão se concentra na verificação da tempestividade das informações prestadas pelas companhias abertas, bem como sobre a regularidade dessas informações quanto ao seu conteúdo. Como ocorre em geral nas superintendências finalísticas da autarquia, a atuação da SEP se dá de forma espontânea ou provocada, das seguintes formas:

Espontânea, por meio de atuação exercida por iniciativa própria da superintendência, tendo o plano bienal da Supervisão Baseada em Risco – SBR como referência;

Por demanda, por meio da análise de consultas, reclamações, assim como de pedidos de atualização de registro, de ofícios expedidos pelo autorregulador (B3), etc.

479. No que tange às companhias abertas, no plano de SBR (peça 41, entre os itens não-digitalizáveis) estão inseridas atividades de supervisão da entrega de informações periódicas e da divulgação de atos e fatos relevantes; de verificação do conteúdo de boletins de voto a distância; de verificação da coerência e da consistência entre as divulgações feitas nas seções 10 (Comentários dos diretores sobre as condições financeiras e patrimoniais da companhia) e 13 (Remuneração dos administradores) do Formulário de Referência; de verificação da divulgação de informações relativas à política de gerenciamento de riscos; de supervisão de demonstrações financeiras; e de análise de operações societárias capazes de afetar de maneira significativa os direitos dos acionistas minoritários (por exemplo, operações de fusão, cisão e incorporação, bem como transações com partes relacionadas, aumentos de capital por subscrição privada, emissões privadas de valores mobiliários conversíveis em ações, reduções de capital e conversões de ações). Estas últimas, em particular, compuseram o achado de auditoria.

480. Para exercer tal jurisdição, a CVM celebrou convênios de cooperação com as seguintes instituições (peça 42, entre os itens não-digitalizáveis):

480.1. Brasil, Bolsa e Balcão - B3 – Cooperação e organização das atividades de acompanhamento de informações divulgadas pelos emissores;

480.2. B3 – Cooperação para o desenvolvimento e manutenção de sistemas eletrônicos de elaboração, entrega e consulta de informações;

480.3. Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais - ANBIMA - Procedimento simplificado para os registros de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários no mercado primário ou secundário;

480.4. Associação dos Apoiadores do Comitê de Aquisições e Fusões – ACAF – Análise de operações de incorporação, incorporação de ações, fusão e cisão envolvendo sociedade controladora e suas controladas ou sociedades sob controle comum; e

480.5. CADE, ANP e ANEEL - Cooperação técnica para viabilizar e promover as atividades de regulação e de fiscalização, dentro dos respectivos setores de atividade.

481. A atuação espontânea, resumidamente, consiste em supervisionar determinadas atividades reguladas, eleitas discricionariamente, associadas a eventos de risco previamente definidos da seguinte maneira:

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

1. Atividade de supervisão: Supervisão da prestação das informações periódicas obrigatórias. Os seguintes eventos de risco foram associados à ação descrita acima:

1.1. Evento de Risco 1 – Não prestação ou atraso na entrega das informações periódicas;

1.2. Evento de Risco 2 – Não divulgação adequada de informações úteis, capazes de afetar as decisões de investimento e o exercício de direitos pelos acionistas minoritários;

1.3. Evento de Risco 3 – Elaboração e divulgação das informações econômico-financeiras em desacordo com a regulamentação vigente (sobretudo considerando as disposições da Lei nº 11.638/07) e com as disposições estatutárias das sociedades; e

1.4. Evento de Risco 4 – Existência de irregularidades nas propostas e decisões da administração, nas deliberações assembleares e na condução dos negócios.

482. Nos anos de 2013 a 2017, tendo em vista esses riscos, a atuação ensejou o seguinte conjunto de ações de supervisão sobre a entrega de informações periódicas pelas companhias reguladas (peça 41, p. 3):

Resumo da supervisão da entrega de informações periódicas

Ação	2013	2014	2015	2016	2017
Mensagens de alerta enviadas a companhias abertas, estrangeiras e incentivadas	2008	2207	1585	2235	2152
Multas cominatórias aplicadas a companhias abertas, estrangeiras e incentivadas	618	725	246	426	363
Divulgação de Listas de inadimplência - companhias abertas	2	2	2	2	2
Divulgação de Listas de inadimplência - companhias estrangeiras	2	2	2	2	2
Suspensão de registro – companhia aberta	10	7	21	8	5
Suspensão de registro – companhia estrangeira	0	2	0	0	0
Suspensão de registro de companhias incentivadas	8	12	15	33	19
Cancelamento de ofício de registro de companhia aberta por inadimplência	1	5	4	19	6
Cancelamento de registros de companhias incentivadas por inadimplência	12	0	2	12	22
Análise de recursos contra aplicação de multas cominatórias	137	184	71	110	37

Fonte: SCRED, SCMUL e SIC

483. A tabela acima indica ter havido uma substancial atividade de supervisão sobre a entrega de informações periódicas pelas companhias abertas, estrangeiras e incentivadas. Em ordem decrescente de efetiva atividade, estão as mensagens de alerta enviadas às companhias, as multas cominatórias aplicadas às companhias e a análise dos recursos por essas interpostos contra as multas aplicadas.

484. Observou-se assim uma atividade sancionatória expressiva nesse período de cinco anos, que resultou na aplicação de 2.378 multas cominatórias às companhias, em virtude, sobretudo, do atraso na divulgação das informações exigidas pela legislação. Essa atividade consumiu recursos organizacionais correspondentemente expressivos.

485. Traçando um histórico dos planos bienais da SBR (entre os itens não-digitalizáveis da peça 41), inicialmente, no primeiro plano (2009-2010), em termos de cobertura da jurisdição, foram definidas três grandes áreas, cujas operações e agentes de mercado englobavam parcela significativa da atividade supervisora da CVM àquela época: empresas (734 companhias abertas registradas em 2008), fundos de investimento (8.702 fundos), intermediários e autorreguladores (6.408, entre agentes fiduciários, agentes autônomos, corretoras, corretoras de mercadorias, custódias de valores mobiliários, distribuidoras de valores mobiliários, mercados secundários de valores mobiliários – bolsas de valores, mercadorias e futuros – e prestadores de serviços de ações escriturais).

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

486. Na área de supervisão sobre as empresas (isto é, sobre as companhias abertas registradas, principalmente), a autarquia definiu duas ações gerais e dois respectivos resultados esperados. Nessa edição do referido Plano, o subtema regulatório relacionado às fusões, aquisições, cisões e transformações societárias tomou a seguinte forma:

> *Acompanhamento da atuação dos administradores e acionistas controladores das companhias, verificando a observância do respeito ao interesse social e aos direitos dos acionistas, de modo a fortalecer a confiança dos investidores no mercado.*

487. Para os formuladores do plano bienal de SBR, o resultado esperado dessa ação de supervisão estava sujeito ao seguinte evento de risco:

> *Evento de Risco n. 4*
>
> *Irregularidades nas propostas e decisões da administração, nas deliberações em assembleias gerais e na condução dos negócios por parte dos controladores e órgãos de administração.*

488. Tendo em vista o evento de risco descrito acima, a autarquia estabeleceu as prioridades de supervisão correspondentes, que enfatizaram a proteção dos direitos dos acionistas minoritários (peça 41, Plano Bienal CVM 2009-2010, entre os itens não-digitalizáveis):

> *Prioridades de supervisão:*
>
> *A supervisão se concentrará na análise e fiscalização das operações societárias relevantes, capazes de afetar, de maneira significativa, os direitos dos acionistas minoritários. Isto será feito pela verificação diária dos documentos encaminhados eletronicamente pelas companhias, da forma descrita nas ações programadas para mitigar o Evento de Risco 2, item 3 (não divulgação, pelas companhias, seus administradores ou acionistas, de informações úteis, com qualidade adequada e suficientes à tomada de decisão pelos investidores, ou sua divulgação de forma assimétrica, intempestiva ou incompleta nas propostas da administração, nos editais de convocação e nas atas de assembleia ou do Conselho de Administração e da Diretoria). [...] Será dada prioridade para a análise das seguintes operações: Operações de fusão, cisão e incorporação de companhias, entre outras. [...]*
>
> *Ações de alta intensidade: as operações de incorporação, fusão, cisão ou de aquisição de sociedade mercantil anunciadas serão analisadas, com estabelecimento de **prioridade** para as operações de reorganização societária, <u>que envolvam controladoras e controladas</u> [nossos grifos]. Além da verificação do material disponibilizado à assembleia, a análise observará as disposições da regulamentação vigente, e em especial as contidas no Parecer de Orientação CVM n. 35/2008, bem como os aspectos relevantes da operação, incluindo a relação de troca resultante e o valor de reembolso, quando for o caso [nossos grifos].*

489. O Parecer de Orientação CVM n. 35/2008 dispõe sobre "Deveres fiduciários dos administradores nas operações de fusão, incorporação e incorporação de ações envolvendo a sociedade controladora e suas controladas ou sociedades sob controle comum". O objeto do parecer está transcrito abaixo:

> ***1. Objeto deste Parecer de Orientação***
>
> *As operações de fusão, incorporação e incorporação de ações envolvendo sociedade controladora e suas controladas ou sociedades sob controle comum exigem atenção especial. Nessas operações, como ressaltava a Exposição de Motivos da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, não existem "duas maiorias acionárias distintas, que deliberem separadamente sobre a operação, defendendo os interesses de cada companhia". É considerável, por conseguinte, o risco de que a relação de troca de ações na operação não seja comutativa.*
>
> *Nesse contexto, os administradores da companhia controlada, ou de ambas as companhias sob controle comum, têm uma função relevante a cumprir. Na sistemática da Lei nº 6.404, de 1976, cabe a eles negociar o protocolo de incorporação ou fusão que será submetido à aprovação da assembléia geral [sic; texto de 2008]. Ao negociar o protocolo, os administradores devem cumprir os deveres fiduciários que a lei lhes atribui, defendendo os interesses da companhia que*

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

administram e de seus acionistas, assegurando a fixação de uma relação de troca eqüitativa [sic; texto de 2008].

Este parecer procura dar concretude a esses deveres. Por meio dele, a CVM pretende recomendar aos administradores de companhias abertas que observem determinados procedimentos durante a negociação de operações de fusão, incorporação e incorporação de ações envolvendo sociedade controladora e suas controladas ou sociedades sob controle comum. Na visão da CVM, esses procedimentos tendem a propiciar o cumprimento das disposições da legislação societária a respeito dessa matéria.

490. Essa ação de controle por supervisão tem por objetivo o cumprimento do mandato legal (Lei 6.385/76, art. 4º, incisos IV e V) de "Proteção dos Investidores", assim definido pela instituição (peça 16, p. 9):

Proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra emissões irregulares de valores mobiliários; atos ilegais de administradores e acionistas controladores das companhias abertas, ou de administradores de carteira de valores mobiliários; e o uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários. Evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados no mercado [nossos grifos].

491. A respeito do tema, a CVM celebrou convênio (peça 42) com a Associação dos Apoiadores do Comitê de Aquisições e Fusões – ACAF, relativo às operações de incorporação, incorporação de ações, fusão e cisão com incorporação envolvendo a sociedade controladora e suas controladas ou sociedades sob controle comum. O CAF foi constituído com base em um modelo de autorregulação voluntária, no intuito de assegurar a observância de condições equitativas nas ofertas públicas de aquisição de ações (OPA) e operações de Reorganização Societária envolvendo companhias abertas. O objeto do convênio consiste em "(i) estabelecer que as Operações de Reorganização Societária entre Partes Relacionadas que sigam o Código de Autorregulação [da ACAF] e que sejam consideradas regulares pelo [Comitê de Aquisições e Fusões] CAF no exercício de sua atividade de autorregulação gozarão, sem prejuízo do exercício das atribuições legais da CVM, de presunção de regularidade" (nosso grifo, peça 42, p. 1).

492. A cláusula 2.5 do referido convênio dispõe que "quando o [Comitê de Aquisições e Fusões] CAF, no exercício de sua atividade de autorregulação, identificar descumprimento a normas legais ou regulamentares, deverá comunicar o fato à CVM" (peça 42, p. 3).

493. O Relatório de Gestão da SEP, relativo ao ano de 2017, apresentou um resumo da atuação da superintendência sobre as operações societárias de incorporação, fusão, cisão ou de aquisição de sociedades mercantis envolvendo companhias abertas. O foco da supervisão concernente às operações de reorganização societária recaiu sobre a proteção dos direitos dos acionistas minoritários. De acordo com o Relatório de Gestão da SEP, relativo ao ano de 2017, em resumo, as análises das operações societárias, capazes de afetar de maneira significativa os acionistas minoritários, foram distribuídas em conformidade com o quadro abaixo (peça 41, p. 7):

Resumo das análises das operações societárias capazes de afetar de maneira significativa os acionistas minoritários

Ano	Fusão, Cisão e Incorporação	Transações com Partes Relacionadas	Emissão privada de valores mobiliários conversíveis em ações	Aumento de Capital por Subscrição Privada	Redução de Capital	Conversão de Ações	Total
2013	11	15	-	31	4	4	65
2014	7	12	-	29	6	1	55
2015	7	12	1	24	2	2	48
2016	13	12	1	38	8	2	74
2017	7	8	1	14	2	4	36

Fonte: Questionários e Relatórios do SBR

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

494. Observa-se o predomínio de ações de supervisão sobre operações societárias de aumento de capital por subscrição privada de valores mobiliários. No total, durante os anos de 2013 a 2017, foram analisadas 136 dessas operações.

495. A segunda atividade de supervisão que mais produziu esforços concretos disse respeito às transações com partes relacionadas (59 análises), seguida pela análise das operações de fusão, cisão e incorporação, que apresentaram um total de 45 intervenções efetivas.

496. Esses elementos compuseram o quadro operacional e normativo, que teve por referência as prioridades de supervisão baseada em risco na área de empresas, estabelecidas nos planos bienais da SBR.

497. Em face dessas prioridades, foram encontrados indícios de efetividade insuficiente na supervisão sobre as operações societárias capazes de afetar de maneira significativa os direitos dos acionistas minoritários, como as operações de fusões, aquisições e cisões, as transações entre partes relacionadas, as emissões privadas de valores mobiliários conversíveis em ações, os aumentos de capital por subscrição privada, as conversões de ações e as reduções de capital., no sentido de que quase noventa por cento das ações de supervisão redundaram em arquivamento sem sequer a expedição de ofícios de alerta ou de recomendação.

498. A equipe solicitou que a CVM fornecesse a relação de todos os processos envolvendo casos de fusões, aquisições, incorporações e cisões de companhias abertas que foram objeto de análise quanto à regularidade das operações societárias pela SEP no período 2008 a 2018, indicando o desfecho (exemplo: ensejou ofício de alerta, termo de acusação, etc.) e se a supervisão ocorreu em função de demanda externa ou espontaneamente (SBR ou outras formas).

498.1. De acordo com planilha fornecida pela SEP (peça 41, planilha "Casos de Fusões Incorporações Cisões", entre os itens não-digitalizáveis), 233 dessas operações foram objeto de análise pela superintendência da CVM. Efetivamente, das 233 ações de supervisão efetuadas sobre o tema das operações de incorporação, fusão, cisão ou de aquisição de sociedade mercantil anunciadas (operações de reorganização societária), 205 foram arquivadas, equivalentes a 88% de arquivamento.

498.2. Das 233 ações de supervisão efetuadas sobre as operações de reorganização societária, apenas treze ensejaram a expedição de ofício de alerta, isto é, 5,6% das ações apresentaram como resultado a expedição de ofícios de alerta.

498.3. Das 233 ações de supervisão efetuadas sobre as operações de reorganização societária, apenas seis, equivalentes a 2,6% do total de ações, redundaram em processos sancionatórios de possíveis irregularidades.

498.4. Entre os ofícios de alerta emitidos, encontraram-se dois relativos à sociedade de economia mista federal, Banco do Brasil S.A.:

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

Número do Processo		Companhia
RJ20114811	Aquisição de sociedades	BANCO DO BRASIL S.A.
RJ201014254	Aquisição de sociedades	BR MALLS PARTICIPAÇOES S.A.
RJ201016807	Aquisição de sociedades	BR MALLS PARTICIPAÇÕES S.A.
RJ201111772	Aquisição de sociedades	BR MALLS PARTICIPAÇOES S.A.
RJ20103024	Incorporação	BANCO DO BRASIL S.A.
RJ201013762	Incorporação	KROTON EDUCACIONAL S.A.
RJ201414333	Incorporação	INTERNATIONAL MEAL COMPANY HOLDINGS, SA
RJ20088039	Incorporação	CONSTRUTORA TENDA S/A
RJ20098590	Incorporação de ações	AGRA EMPREENDIMENTOS IMOBILIÁRIOS S/A
RJ201017117	Aquisição de sociedades	MAHLE METAL LEVE S.A.
RJ200911668	Incorporação	AÇOS VILLARES SA
RJ201010640	Incorporação de ações	MEDIAL SAUDE S/A
RJ20111129	Incorporação de ações	CONTAX PARTICIPAÇÕES S.A.

498.5. Ponto culminante da supervisão de cunho sancionador, entre os termos de acusação ou propostas de inquérito emitidos não se encontra nenhum relacionado às empresas estatais:

Número do Processo		Companhia
RJ201017460	Aquisição de sociedades	TELEMAR NORTE LESTE S.A.
RJ20088678	Incorporação	BANCO DO ESTADO DE SANTA CATARINA S/A - BESC
RJ20119280	Incorporação	BRASIL ECODIESEL IND. E COM. DE BIOCOMB. E ÓLEOS VEGETAIS S/A
RJ20091062	Incorporação	LAHOTELS S.A.
RJ2009660	Incorporação de ações	ARACRUZ CELULOSE S/A
RJ20104014	Aquisição de sociedades	AÇUCAR GUARANI S/A

498.6. Na relação de processos a seguir, constata-se que, dos 24 processos, três tiveram como desfecho a emissão de ofícios de alerta ou de recomendações, enquanto os demais foram arquivados após diligências e análises:

	Número do Processo	Tipo de Operação	Companhia	Iniciativa	Desfecho Processual
1	RJ2009857	Aquisição de sociedades	BANCO DO BRASIL S.A.	SBR	Arquivado
2	RJ201017324	Aquisição de sociedades	MPX ENERGIA SA	SBR	Arquivado
3	RJ20108640	Aquisição de sociedades	BANCO DO BRASIL S.A.	SBR	Arquivado
4	RJ20114811	Aquisição de sociedades	BANCO DO BRASIL S.A.	SBR	Ofício de alerta
5	RJ2008845	Aquisição de sociedades	MMX - MINERAÇÃO DE METÁLICOS S.A.	SBR	Arquivado
6	RJ200911938	Aquisição de sociedades	JBS SA	SBR	Arquivado
7	RJ20099573	Aquisição de sociedades	MARFRIG FRIGORIFICOS E COM. ALIMENTOS SA	SBR	Arquivado
8	RJ201010331	Aquisição de sociedades	MARFRIG ALIMENTOS SA	SBR	Ofício de recomendações
9	RJ201012315	Aquisição de sociedades	JBS SA	SBR	Arquivado
10	RJ201014073	Aquisição de sociedades	JBS SA	SBR	Arquivado
11	RJ20124465	Cisão	MPX ENERGIA SA	SBR	Arquivado
12	RJ20083408	Cisão	MMX MINERAÇÃO E METÁLICOS S.A.	SBR	Arquivado
13	RJ20103024	Incorporação	BANCO DO BRASIL S.A.	SBR	Ofício de alerta
14	RJ20108851	Incorporação	BANCO DO BRASIL S.A.	SBR	Arquivado
15	RJ20113186	Incorporação	PETRÓLEO BRASILEIRO S.A. - PETROBRAS	SBR	Arquivado
16	RJ20081217	Incorporação	PETRÓLEO BRASILEIRO S.A. - PETROBRAS	Demanda	Arquivado
17	RJ200812831	Incorporação	LE LIS BLANC DEUX COM E CONFECÇÕES DE ROUPAS S.A.	Demanda	Arquivado
18	RJ20081821	Incorporação	PETRÓLEO BRASILEIRO S.A. - PETROBRAS	Demanda	Arquivado
19	RJ200912822	Incorporação	JBS SA	SBR	Arquivado
20	RJ20121641	Incorporação	MMX MINERAÇÃO E METÁLICOS S.A.	SBR	Arquivado
21	RJ201013802	Cisão	LLX LOGISTICA SA	SBR	Arquivado
22	RJ201310549	Incorporação de ações	OI S.A.	SBR	Arquivado
23	RJ20132183	Fusão	LAEP INVESTMENTS LTD	SBR	Arquivado
24	RJ20134109	Aquisição de sociedades	MPX ENERGIA SA	SBR	Arquivado

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

498.7. A relação não conteve nenhum processo relacionado ao BNDESPAR ou à Eletrobras.

498.8. Relativamente às empresas do grupo econômico X, foram encontrados processos arquivados envolvendo a MPX Colômbia S.A.:

RJ201204465	*Origem*	*SBR*
	Situação atual e/ou tipo	*Processo não sancionador, arquivado na SEP, após análise na própria SEP/GEA-3*
	Ementa	*[MPX] Processo instaurado para analisar cisão parcial da Companhia, que resultou na segregação dos ativos de carvão mineral anteriormente detidos pela MPX Colombia S.A., com versão da parcela cindida para a CCX Carvão da Colombia S.A. ("CCX"), ambas subsidiárias integrais da Companhia, após a devida aprovação da operação pelos titulares de debêntures conversíveis emitidas pela MPX e pelos acionistas da Companhia. Processo arquivado até o surgimento de fatos novos, sem diligências adicionais.*
	Observações	*[O BNDESPAR era titular de debêntures conversíveis emitidas pela MPX].*

RJ201204847	*Origem*	*Consulta cia. aberta*
	Situação atual e/ou tipo	*Processo não sancionador, arquivado na SEP em 24/5/2012.*
	Ementa	*[MPX] Análise de consulta formulada pela Cia. em 3/5/2012, solicitando dispensa de apresentação de laudos de patrimônio líquido a preços de mercado previstos no art. 264 da Lei nº 6.404/76, no âmbito de reestruturação societária envolvendo a CCX Carvão da Colômbia S.A. e a CCX Brasil S.A.*
	Observações	*Processo arquivado após o envio de ofício ao emissor com a manifestação de que a SEP, considerando que a operação se enquadrava na alínea "b" do inciso I da Deliberação CVM nº 559/08, amparada no inciso II, alínea "a", dessa deliberação, entendeu não se justificar a atuação da CVM no sentido de exigir a elaboração dos laudos a preços de mercado previstos artigo 264 da Lei nº 6.404/76.*

499. Relativamente às companhias abertas do setor de frigoríficos cujas operações de apoio financeiro do sistema BNDES foram analisadas pela SecexEstataisRJ, foram encontrados os seguintes processos na CVM relacionados diretamente à JBS S.A. (envolvendo reorganizações societárias):

Número do processo	***Assunto***	***Companhia***	***Origem***	***Desfecho***
RJ200911938	*Aquisição de sociedades*	*JBS S.A.*	*SBR*	*Arquivado*

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

RJ201012315	*Aquisição de sociedades*	*JBS S.A.*	*SBR*	*Arquivado*
RJ201014073	*Aquisição de sociedades*	*JBS S.A.*	*SBR*	*Arquivado*
RJ200912822	*Incorporação*	*JBS S.A.*	*SBR*	*Arquivado*

500. A tabela acima permite constatar que os processos de supervisão, à exceção do último, foram arquivados, após diligências e análises. O último terminou com a expedição de ofício de recomendações.

501. No âmbito da Superintendência de Processos Sancionadores (SPS), foram encontrados dois inquéritos administrativos relacionados à empresa OI S.A., inclusive, potenciais irregularidades na reestruturação societária objeto do fato relevante publicado em 2/10/2013.

Oi		
Caso 2 Processo n. 19957. 004415/2016-57	*Origem*	*Processo originado dos relatórios de análises dos Processos CVM n. RJ2013/10459 e n. RJ2014/6996. O relatório apontou potenciais irregularidades na reestruturação societária apresentada em Fato Relevantes da Oi de 2/10/2013.*
	Situação atual	*Em andamento na SPS*
	Ementa	*Apuração de eventual violação de deveres fiduciários relacionados à reestruturação societária da Oi S.A., divulgada por meio de Fato Relevante em 2/10/2013, e suas alterações.*
	Observações	*Está sendo analisada eventual violação de deveres fiduciários relacionados à reestruturação societária da companhia, divulgada por meio de Fato Relevante em 2/10/2013, além de outras questões societárias que ocorreram no mesmo período.*

Oi		
Caso 3 Processo n. 19957. 004416/2016-00	*Origem*	*Processo originado dos relatórios de análises dos Processos CVM n. RJ2013/10459 e n. RJ2014/6996. O relatório apontou potenciais irregularidades na oferta de ações de emissão da Oi.*
	Situação atual	*Em andamento na SPS*
	Ementa	*Apuração de eventuais irregularidades relacionadas à Oferta Pública Global da Oi S.A. registrada na CVM em 19 de fevereiro de 2014, inclusive no que concerne à avaliação de ativos.*

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

	Observações	*Em decorrência da informação sobre investimentos relevantes em títulos emitidos pela companhia Rio Forte que não foram devidamente divulgados e, posteriormente, não foram pagos à Oi S.A., instaurou-se inquérito com o objetivo de apurar eventual conhecimento e omissão no dever de informar os investidores, em especial, no laudo de avaliação apresentado aos acionistas na assembleia geral de 27/3/2014 e na oferta pública apresentada pela Oi S.A. no mesmo ano.*

502. Os resultados apresentados pela CVM coadunam-se com a ênfase no aspecto informacional da supervisão a cargo da SEP, que conta com recursos limitados para empreender as seis espécies de atividades previstas no planejamento da autarquia. Efetivamente, de acordo com o Relatório Anual, 2018, da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), (peça 16, p. 23), no bojo da supervisão sobre as companhias abertas "estão inseridas no SBR atividades como: supervisão da entrega de informações periódicas e da divulgação de atos e fatos relevantes; verificação do conteúdo de boletins de voto à distância; verificação da coerência e da consistência entre as divulgações feitas nas seções 10 e 13 do Formulário de Referência [comentários dos diretores e remuneração dos administradores]; verificação da divulgação de informações relativas à política de gerenciamento de riscos; supervisão de demonstrações financeiras; e análise de operações societárias capazes de afetar de maneira significativa os direitos dos acionistas minoritários (por exemplo, operações de fusão, cisão e incorporação, transações com partes relacionadas, aumentos de capital por subscrição privada, emissões privadas de valores mobiliários conversíveis em ações, reduções de capital e conversões de ações)". Observam-se quatro atividades fortemente ligadas ao mandato legal de assegurar o fornecimento ao mercado e ao público em geral informações tempestivas. Essas atividades consomem bastante tempo e esforço de análise da parte da Superintendência de Relações com Empresas (SEP).

503. A questão de auditoria objetivava descobrir se a CVM atuou no sentido de supervisionar, fiscalizar e sancionar administradores, tendo em vista possíveis prejuízos aos minoritários no caso da fusão entre as empresas JBS e Bertin e tendo em vista possível abuso do poder de controle na reestruturação da Oi.

504. No que tange à operação de reorganização societária envolvendo a JBS e a Bertin, ocorrida no segundo semestre de 2009, foi encontrado o processo RJ-2009-12822, com status arquivado. Nesse processo, a SEP tratou da operação de reestruturação societária envolvendo a JBS S.A., que teve como uma de suas etapas a incorporação da totalidade das ações de emissão da Bertin S.A. pela JBS.

505. Em síntese, o parecer técnico pelo arquivamento do processo de supervisão considerou os seguintes fundamentos:

> *(i) a aprovação da operação de incorporação de ações de emissão da Bertin S.A. pela JBS S.A. em AGE, realizada em 29/12/2009; (ii) a aprovação da operação de incorporação da Bertin S.A. pela JBS S.A. em AGE, realizada em 31 de dezembro de 2009; (iii) não haver indícios de irregularidades na operação; e (iv) não haver, até o momento do parecer (2/2/2010), reclamação de investidor.*

506. A SEP analisou também a operação de aquisição pela JBS S.A. ("JBS" ou "Companhia"), por meio de sua subsidiária integral Swift Australia, dos ativos da companhia australiana Rockdale Beef Partnership ("Rockdale Beef"), localizada em New South Wales, na Austrália, aprovada pelo Conselho de Administração da Companhia em reunião realizada em 9/6/2010. Quanto à supervisão, observou-se o enfoque sobre a informação, uma vez que a CVM afirmou que poderia determinar a divulgação, correção, aditamento ou republicação de informação sobre ato ou fato relevante, sendo que, no caso em questão, a operação de aquisição da Rockdale Beef foi primeiramente divulgada por meio do Fato Relevante de 19/3/2010.

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

No caso em questão, ao Comunicado ao Mercado divulgado pela Companhia, em 20.90.10. em continuidade ao Fato Relevante de 19.03.10, a JBS se limitou a informar, dentre outros, que concluíra a aquisição da Rockdale Beef, por sua subsidiária integral Siwft Australia, e que o preço pago pela operação foi de aproximadamente 37,3 milhões de dólares americanos"; e
No entendimento desta Superintendência [SEP], a divulgação das informações acima referidas ***não*** *é suficiente para uma avaliação completa acerca da operação, tanto por parte da Comissão de Valores Mobiliários, para os fins do artigo 256 da Lei nº 6.404/76, quanto por parte do mercado, tendo em vista a Instrução CVM nº 480/09 que, em seu art. 14, estabelece que o emissor deve divulgar informações verdadeiras, completas, consistentes e que não induzam o investidor a erro".*

507. Quanto à reestruturação da Oi, a auditoria constatou que houve supervisão por parte da SEP. Essa supervisão ocorreu por provocação de terceiros e por iniciativa própria.

508. Inicialmente, foi identificado o processo administrativo de número CVM RJ-2013-10549, cujo assunto foi resumido como tratando de "incorporação de ações" e cujo desfecho constava como "arquivado", "considerando já existir análise no processo RJ-2015-4654" (peça 41, planilha "Casos de Fusões Incorporações Cisões", entre os itens não-digitalizáveis).

509. Na sequência dos exames, constatou-se que houve provocação de terceiros, quando a pessoa jurídica Tempo Capital, acionista da companhia, requereu à CVM que determinasse a interrupção do curso do prazo de antecedência de convocação da Assembleia Geral Extraordinária da Companhia, então marcada para o dia 27/3/2014 (peça 20). (A supervisão tomou a forma do processo CVM RJ-2014-3059). Essa reunião tinha por objeto convocar os acionistas da Oi para deliberar sobre os seguintes assuntos:

509.1. Aprovar a proposta de alteração do limite do capital autorizado da Companhia, com consequente alteração do artigo 6º do Estatuto Social;

509.2. Ratificar a contratação do Banco Santander (Brasil) S.A. para elaboração do laudo de avaliação dos bens que a Portugal Telecom SGPS S.A. ['Portugal Telecom' ou 'PT'] conferirá ao capital da Companhia;

509.3. Aprovar o laudo de avaliação dos bens que a Portugal Telecom SGPS S.A. conferirá ao capital da Companhia ('Ativos PT'); e

509.4. Aprovar a proposta de valor dos 'Ativos PT', para fins de sua contribuição em integralização de ações a serem emitidas pela Companhia".

509.5. A ordem do dia continha deliberações de grande importância para o desfecho do processo de reorganização societária do grupo econômico do qual a Oi fazia parte, conforme a instrução do TC 022.543/2017-1 permitiu compreender. De particular importância, naquele contexto, destaca-se a aprovação da avaliação dos bens que a Portugal Telecom SGPS S.A. integralizou ao capital da Oi, assim como a subsequente aprovação da proposta de valor desses ativos da Portugal Telecom, para fins de sua contribuição em integralização de ações a serem emitidas pela Companhia. Análises preliminares feitas no âmbito desta Secretaria de Controle Externo indicaram problemas de R$ 2,7 bilhões em parte desses ativos da Portugal Telecom.

510. Com efeito, retomando o requerimento que provocou a supervisão, à época, a sociedade Tempo Capital formulou à CVM pedido para que fossem analisados os seguintes aspectos das deliberações a serem tomadas naquela ordem do dia (peça 20, p. 2):

510.1. "Os acionistas integrantes do grupo de controle da Companhia (controladores direto e indiretos, incluindo aquelas sociedades submetidas por contrato ou societariamente [sic] aos mesmos interesses), estão impedidos de votar nas matérias objeto de itens (1), (2), (3), e (4) da Ordem do Dia, da AGE?";

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

510.2. "A proposta de avaliação dos 'Ativos PT' pelo critério econômico-financeiro, determinada pela Companhia e seus controladores, provoca a diluição injustificada dos acionistas da Companhia?;

510.3. "Ainda, podem os acionistas da Companhia deliberar adequadamente sobre a matéria, considerando as parcas justificativas que foram apresentadas para a escolha deste critério?";

510.4. "A Companhia evidenciou adequadamente o cumprimento da exigência legal de que trata o art. 163, III, da LSA, isto é, submeter previamente ao Conselho Fiscal a Proposta da Administração relativa ao aumento de capital social da companhia e à incorporação dos Ativos PT para que aquele órgão opine sobre estas matérias?"; e

510.5. "A opinião do Conselho Fiscal deveria ser apresentada quando da convocação da AGE?".

511. Observam-se preocupações legítimas, da parte da requerente. Quanto ao resultado efetivo da supervisão, em resumo, a unidade técnica da CVM opinou pelo indeferimento do pedido de interrupção, não obstante ter também opinado pela infração ao artigo 163, inciso III, da Lei 6.404/76, uma vez que o Conselho Fiscal da Oi não teria apreciado o aumento de capital pretendido pela Companhia antes da realização da assembleia prevista para 27/3/2014 (peça 20, p. 26).

512. Ainda, em relação ao questionamento da requerente acerca da diluição injustificada dos minoritários da Oi, a unidade técnica da CVM, em função das conclusões descritas nos parágrafos 63 e 64 do supracitado ofício, concluiu que não caberia à SEP se pronunciar sobre a interrupção do curso do prazo de antecedência de convocação da referida AGE. Cabe ressalvar, quanto à abstenção, que havia parecer da SEP apontando para "o benefício advindo aos acionistas controladores (e apenas a estes) do equacionamento de suas dívidas". A transcrição das demais partes da análise da SEP não será feita, a fim de preservar a independência entre as instâncias de Controle.

513. Em suma, a exposição dos itens acima visou exemplificar a limitação inerente à auditoria das atividades de supervisão da CVM. A equipe, a fim de não reavaliar o mérito das questões, preferiu abster-se de opinião e, consequentemente, não pôde investigar em profundidade suficiente a matéria de fundo para formular conclusões para a questão de auditoria.

514. Além do processo administrativo supracitado, destaca-se que a Superintendência de Relações com Empresas (SEP) formulou, e apresentou perante a presidência da CVM, três termos de acusação relacionados ao processo de reestruturação do grupo econômico Oi – Telemar, entre outras atividades de supervisão.

515. Originado do Processo (administrativo) CVM n. RJ-2010-12307, o primeiro termo de acusação destacado pela auditoria, entre outros relacionados, "tratou da análise de notícias divulgadas na mídia acerca do ingresso da Portugal Telecom no capital do Grupo Oi, sem que tenha havido a divulgação de fato relevante tempestivo a respeito" (peça 17, p. 1).

516. Como resultado da supervisão, a SEP concluiu que deveriam ser responsabilizados os então diretores de relações com investidores da Telemar Participações S.A. e da Telemar Norte Leste Participações S.A., ambos, de forma semelhante, pelo descumprimento ao disposto no artigo 6°, parágrafo único, da Instrução CVM n° 358/02, por não terem divulgado os fatos relevantes de suas competências "acerca da intenção de associação entre a Portugal Telecom e o 'Grupo Oi', imediatamente após a divulgação da informação na mídia desde, no mínimo, 8/6/2010" (peça 17, p. 17).

517. Sem pretender de alguma forma revisar o entendimento da unidade técnica da CVM, observa-se o enfoque na responsabilidade de informar dos administradores, enfatizada pela conclusão do termo de acusação. Nesse ponto, vale enfatizar a diferença entre as perspectivas do controle efetivado pela CVM e pelo Controle Externo.

518. Destaca-se, ainda, o termo de acusação (peça 19) apresentado pela SEP no âmbito do PAS CVM RJ-2015-6842, originado do Processo (administrativo) CVM n. RJ-2013-10549, que versou sobre

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

o conjunto de operações societárias que afetaram a companhia aberta Oi, realizadas a partir de 2/10/2013. Nesse caso, as operações foram analisadas por iniciativa própria da SEP, no âmbito do então vigente Plano Bienal de Supervisão Baseada em Risco (SBR), especificamente, no que concerne ao evento de risco n.º 4 (Existência de irregularidades nas propostas e decisões da administração, nas deliberações em assembleias gerais e na condução dos negócios por parte dos controladores e órgãos de administração), prioridade n.º 1 (Acompanhar a regularidade dos seguintes tipos de operações societárias, capazes de afetar, de maneira significativa, os direitos dos acionistas minoritários: (1) fusão, cisão ou incorporação envolvendo companhias abertas).

519. À semelhança do que ocorreu no âmbito do primeiro termo de acusação destacado neste relatório, a unidade técnica da CVM (SEP) concluiu que restou "comprovado que o Diretor de Relações com Investidores da Oi S.A., [à época da irregularidade], descumpriu o artigo 157, § 4º, da Lei nº 6.404/76, combinado com o artigo 3º, caput, da Instrução CVM nº 358/02, por não ter divulgado Fato Relevante em 30/6/2014, ao tomar ciência do Comunicado ao Mercado da Portugal Telecom SGPS S.A., acerca da operação de investimento na empresa Rio Forte Investments S.A.". Em consequência, ofereceu termo de acusação à presidência da CVM, nos termos regimentais, responsabilizando o ex-administrador por não ter divulgado três fatos relevantes relacionados (peça 19, p. 24).

520. Mais uma vez, observa-se o enfoque na responsabilidade de informar dos administradores, enfatizada pela conclusão do termo de acusação.

521. Finalmente, o terceiro termo de acusação – PAS CVM RJ-2014-8947 (peça 18) – destacado pela auditoria, entre outras ações de supervisão relacionadas ao tema, concluiu pela responsabilidade do então diretor de relações com investidores da Oi S.A. pelo descumprimento de uma obrigação de fazer, especificamente, "pelo descumprimento do artigo 153 da Lei 6.404/76 c/c o artigo 2º da Instrução CVM nº 248/96 e com o artigo 45 da Instrução CVM nº 480/09, pelo não arquivamento na CVM, simultâneo com o arquivamento na U.S. Securities and Exchange Commission (SEC) em 29.11.2013, do documento intitulado 'Amendment nº 1' do Formulário 20-F, data-base 31/12/2012".

522. Enfatiza-se a diferença nas perspectivas de Controle entre a CVM e o TCU. Enquanto o Controle Externo do TCU tem foco sobre os eventuais reflexos dos fatos sobre o patrimônio da União, a supervisão da CVM almeja elementos relacionados aos seus mandatos legais.

523. No caso da operação societária entre as empresas JBS e Bertin, a auditoria localizou um memorando – o Memo/SNC/GNC/Nº 2/10, encaminhado pela SNC/GNC à SEP/GEA-1, que envolve uma colaboração financeira do BNDESPAR à Bertin, cujo assunto foi assim ementado:

523.1. Processo RJ- 2009-10865. BNDESPAR S/A. Atualização de registro de companhia aberta. Análise de demonstração financeira (DF 31/12/08 e 2º ITR/09). MEMO/SEP/GEA-1/Nº 015/2010.

524. De fato, o memorando tratava de resposta da Superintendência de Normas Contábeis (SNC) às seguintes solicitações de opinião por parte da SEP:

524.1. Se a contabilização do ágio da Bertin foi realizada de forma correta, mesmo não estando em vigência, ainda, a Deliberação CVM nº 605/09;

524.2. Se a presunção do artigo 243, § 5º, da Lei 6.404/76 é absoluta, mesmo com a afirmação categórica da companhia de que não possui influência significativa nos investimentos;

524.3. Se os derivativos embutidos são passíveis de divulgação, à luz da Instrução CVM nº 475/08.

525. Especificamente, no que se refere ao ágio pago pelo BNDESPAR, a resposta da SNC, em resumo, entre outras considerações e conclusões, prescreveu:

> *que o ágio decorrente da expectativa de resultados futuros [o goodwill] deveria ser contabilizado no ativo permanente, compondo uma sub-conta de INVESTIMENTO EM COLIGADA, de tal forma*

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

que o usuário da informação pudesse conhecer o valor do custo do investimento (com as variações acarretadas pelo efeito da equivalência patrimonial) e o respectivo ágio/deságio originado na aquisição (deduzido das amortizações, se ocorridas).

526. Foram localizados processos contemporâneos aos fatos da suposta fusão da Bertin com a JBS (na verdade, houve a aquisição indireta do frigorífico Bertin pela JBS), em particular, o processo RJ-2009-12822 e o processo RJ-2009-11938.

III.2.3 Objetos

- *Plano bienal de Supervisão Baseada em Risco (SBR), 2009-2010;*
- *Plano bienal de Supervisão Baseada em Risco (SBR), 2010-2011;*
- *Plano bienal de Supervisão Baseada em Risco (SBR), 2012-2013;*
- *Plano bienal de Supervisão Baseada em Risco (SBR), 2014-2015;*
- *Plano bienal de Supervisão Baseada em Risco (SBR), 2016-2017;*
- *Relatório Anual, 2018, da Comissão de Valores Mobiliários (CVM);*
- *Relatório de gestão da Superintendência de Relações com Empresas (SEP), relativo ao ano de 2017;*
- *Convênio celebrado entre a CVM e a Associação dos Apoiadores do Comitê de Aquisições e Fusões (ACAF), relativo às operações de incorporação, incorporação de ações, fusão e cisão com incorporação, envolvendo a sociedade controladora e suas controladas ou sociedades sob controle comum, que tenham sido objeto de análise pelo Comitê de Aquisições e Fusões (ACAF).*

III.2.4 Critérios

Constituição Federal, artigo 37, caput, com ênfase aos princípios da eficiência e da moralidade;
Lei 6.835/1976, art. 4º, incisos I e II (Mandato legal para promover o desenvolvimento do mercado);
Lei 6.385/76, art. 4º, incisos III, VII e VIII (Mandato legal para assegurar a eficiência e o regular funcionamento do mercado);
Lei 6.385/76, art. 4º, incisos IV e V (Mandato legal para a proteção dos investidores no mercado de valores mobiliários);
Lei 6.385/76, art. 4º, inciso VI, e art. 8º, incisos I e II (Mandato legal para assegurar o acesso do público à Informação Adequada);
§§ 3º e 5º do art. 177 da Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976, combinados com os incisos II e IV do § 1º do art. 22 da Lei n. 6.385, de 7 de dezembro de 1976, lembrando que as deliberações são tomadas pelo colegiado da CVM;
Lei n. 6.835/1976, artigos 8º e 9º; 22, § 1º., incisos I, II, IV (para as ações de supervisão sobre as empresas);
Lei 6.404/1976, artigo 4º, §§ 1º, 2º, 3º, 4º e 5º e § 1º do artigo 254-A da Lei 6.404/76;
Parecer de Orientação Normativa CVM n. 35/2008.

III.2.5 Evidências

- *Relatório Anual, 2018, da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), peça 16, p. 23 e 33;*

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

- *Plano bienal 2009 – 2010 de Supervisão Baseada em Risco da CVM (Plano Bienal CVM 2015-2016 – versão integral.pdf), peças 60 e 78, itens não-digitalizáveis, fls. 9-10;*
- *Plano bienal 2015 – 2016 de Supervisão Baseada em Risco da CVM (Plano Bienal CVM 2015-2016 – versão integral.pdf), peças 60 e 78, itens não-digitalizáveis, fls. 16, 18-20;*
- *Plano bienal 2017 – 2018 de Supervisão Baseada em Risco da CVM (Plano Bienal CVM 2015-2016 – versão integral.pdf), peças 60 e 78, itens não-digitalizáveis, fls. 29-30;*
- *Resposta ao ofício de requisição n. 1, item 2.a, relativamente à SEP, planilha entre os itens não-digitalizáveis da peça 12;*
- *Resposta ao ofício de requisição n. 1, item 2.a, relativamente à SPS planilha entre os itens não-digitalizáveis da peça 12;*
- *Processo TCU n. TC 022.543/2017-1 (referente à Oi S.A.)*
- *Acórdão TCU – Plenário n. 2154/2018 (processo TC 034.935/2015-0);*
- *Pesquisas junto ao terminal da Bloomberg, peça 74, incluindo planilha entre os itens não-digitalizáveis dessa peça.*

III.2.6 Causas

527. Supervisão focada na tempestividade e na regularidade da entrega de informações periódicas e no exame do conteúdo da qualidade informacional de determinadas informações periódicas e eventuais, especificamente, fatos relevantes e comunicados ao mercado. Em outras palavras, a supervisão elegeu como prioridade a vertente do mandato legal do "acesso à informação adequada", que visa "assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados".

528. A condição que deflagra a supervisão é a falta de entrega de informações nos prazos previstos na regulamentação. Por conseguinte, o foco da supervisão recai sobre eventos objetivos de inadimplência na prestação de informações. Não recai, portanto, sobre situações potencialmente problemáticas como aquelas que foram constatadas pela SecexEstataisRJ no curso da análise detalhada das operações estruturadas pelo BNDESPAR.

529. Em suma, a causa aponta para indícios de que a supervisão da entrega das informações periódicas ocupa a maior parte das ações de supervisão da SEP.

530. Como evidência, tomando-se o ano de 2017 como exemplo, observa-se que a SEP atuou intensamente enviando 2.152 mensagens de alerta enviadas a companhias abertas, estrangeiras e incentivadas (peça 41, p. 3). Em decorrência, foram aplicadas 363 multas cominatórias às reguladas supracitadas (peça 41, p. 3). Constata-se que, em sendo fidedignas tais informações (que não foram objeto de testes de auditoria substantivos), as ações de supervisão empreendidas pela equipe da Superintendência de Relações com Empresas (SEP) ocuparam um tempo razoável da supervisão efetivamente exercida. Consequentemente, restou menos tempo a dedicar às possíveis irregularidades que estavam além da mera intempestividade ou inadimplência na entrega das informações periódicas exigidas pela legislação. Com efeito, a verificação de possíveis irregularidades nas operações de reorganização societária exigiria a análise dos acordos de acionistas, além de eventuais descobertas de efeitos patrimoniais e econômicos subjacentes.

531. Já com relação à supervisão por demanda, de acordo com o Relatório Anual da CVM, durante o ano de 2018, tramitaram pela Superintendência de Relações com Empresas (SEP) 225 consultas e 170 reclamações envolvendo companhias (peça 16, p. 23).

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

532. No tocante à supervisão sobre as emissões privadas de valores mobiliários conversíveis em ações, constatou-se que o critério eleito pela autarquia para deflagrar a supervisão teve como foco ("ações de alta intensidade") aquelas emissões privadas de valores mobiliários conversíveis em ações (debêntures conversíveis, bônus de subscrição ou valores mobiliários similares) que ocasionassem diluição superior a 10% por classe ou espécie de ação de emissores dos Grupos 1 e 2 (isto é, companhias abertas cujas ações participem dos índices IBOVESPA ou IBrX-50 ou Companhias abertas registradas na Categoria A, com 500 ou mais acionistas e com Patrimônio Líquido igual ou superior a R$ 1 bilhão cujas ações não participem dos índices IBOVESPA ou IBrX-50). Conforme vimos de apontar, tais critérios eram ineficazes para deslocar o foco da supervisão para operações em que o BNDESPAR figurou como interveniente.

> ***Ações de alta intensidade:*** *Serão analisadas as emissões privadas de valores mobiliários conversíveis em ações (debêntures conversíveis, bônus de subscrição ou valores mobiliários similares) de emissores dos Grupos 1 e 2, cuja futura conversão em ações represente um aumento de capital que ocasione diluição superior a 10% por classe ou espécie de ação. [...]*
> *Além da verificação da adequação da operação à legislação e regulamentação vigente, será também examinado o material disponibilizado à assembleia e a prestação das informações exigidas pela Instrução CVM 481/09 nas propostas da administração, bem como a ocorrência de infrações ao artigo 13 da Instrução CVM 358/02.*

533. Da perspectiva de um controle de mérito sobre irregularidades, o enfoque analítico da supervisão consistiu na análise da qualidade da informação prestada ou produzida pela administração das companhias. Complementarmente, o foco das atividades de supervisão recaiu sobre operações de reorganização societária capazes de afetar, de maneira significativa, os direitos dos acionistas minoritários. Foram olvidados os interesses da União, na condição de única acionista do BNDES, que, por sua vez, era o único acionista do BNDESPAR.

534. O supedâneo legal para direcionar-se atenção para os contratos que envolvem direta ou indiretamente a dinâmica do controle das companhias está contido na lei das sociedades anônimas, em particular, no disposto pelo § 1º do artigo 254-A da Lei 6.404/76, abaixo reproduzido juntamente com o respectivo caput:

> ***Seção VI***
> ***Alienação de Controle***
> ***Divulgação***
> *Art. 254. (Revogado pela Lei nº 9.457, de 5/5/1997)*
> *Art. 254-A. A alienação, direta ou indireta, do controle de companhia aberta somente poderá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutiva, de que o adquirente se obrigue a fazer oferta pública de aquisição das ações com direito a voto de propriedade dos demais acionistas da companhia, de modo a lhes assegurar o preço no mínimo igual a 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação com direito a voto, integrante do bloco de controle.*
> *§ 1º Entende-se como alienação de controle a transferência, de forma direta ou indireta, de ações integrantes do bloco de controle, de ações vinculadas a acordos de acionistas e de valores mobiliários conversíveis em ações com direito a voto, cessão de direitos de subscrição de ações e de outros títulos ou direitos relativos a valores mobiliários conversíveis em ações que venham a resultar na alienação de controle acionário da sociedade. [Nossos grifos]*
> *§ 2º A Comissão de Valores Mobiliários autorizará a alienação de controle de que trata o caput, desde que verificado que as condições da oferta pública atendem aos requisitos legais.*
> *§ 3º Compete à Comissão de Valores Mobiliários estabelecer normas a serem observadas na oferta pública de que trata o caput.*
> *§ 4º O adquirente do controle acionário de companhia aberta poderá oferecer aos acionistas minoritários a opção de permanecer na companhia, mediante o pagamento de um prêmio equivalente à diferença entre o valor de mercado das ações e o valor pago por ação integrante do bloco de controle [nossos grifos].*

III.2.7 Efeitos

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

535. Considerando-se as condições operacionais da SEP, o foco da supervisão sobre a defesa do mandato legal de assegurar o acesso à informação adequada em detrimento do mandato legal de proteção dos investidores, isto é, de proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra emissões irregulares de valores mobiliários, contra atos ilegais de administradores e acionistas controladores das companhias abertas. Em outras palavras, a supervisão concentrada sobre a prestação de informações tempestivas acaba por ocorrer em detrimento da defesa dos interesses dos investidores e do mercado em geral relativamente a operações de fusões, aquisições, incorporações, reestruturações e cisões de companhias abertas com potencial de causar maior impacto ao mercado de capitais. O efeito potencial seria a CVM não supervisionar a relação de troca de ações no caso de fusão ou, tampouco, o "conflito de interesses, abuso do direito de voto, abuso de poder do acionista controlador".

536. Nesse contexto, a atuação queda dispersa entre muitas demandas externas, pontuais e assistemáticas, assim como por ações de supervisão que não distinguem as operações de fusões, aquisições, incorporações, reestruturações e cisões de companhias abertas com potencial de causar maior impacto ao mercado de capitais. O efeito potencial seria a CVM não supervisionar a relação de troca de ações no caso de fusão ou, tampouco, o "conflito de interesses, abuso do direito de voto, abuso de poder do acionista controlador".

537. Entre os julgamentos realizados pelo colegiado diretor da CVM, segundo informação constante no Relatório Anual, 2018 (peça 13, p. 33), da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), os assuntos relacionados a irregularidades como "conflito de interesses, abuso do direito de voto, abuso de poder do acionista controlador" teve dezoito julgamentos realizados pelo colegiado da CVM durante o período de 2013 a 2018.

537.1. Considerando-se tal contexto institucional, avançar-se-á recomendação no sentido de que a CVM envide maiores esforços de supervisão no "conflito de interesses, abuso do direito de voto, abuso de poder do acionista controlador". Entre as possíveis ênfases, estariam, exemplificativamente, a questão da avaliação das empresas que estão sendo objeto de incorporação, fusão ou cisão, a questão de verificar se foi feita a devida diligência prévia (due diligence), se, tendo havido avaliação por meio da abordagem da renda futura esperada, o fluxo de caixa descontado estaria correto, se haveria uma relação de troca equitativa, entre outros temas muito relevantes.

538. Logicamente, essas questões mencionadas entrariam na matriz de risco quanto maior fosse o valor do negócio, menor fosse a governança da empresa, maior fosse o tamanho da empresa, entre outros critérios.

III.2.8 Proposta preliminar de encaminhamento

539. Recomendar à Comissão de Valores Mobiliários, com fundamento no art. 43, inciso I, da Lei 8.443/1992, combinado com o art. 250, inciso III, do Regimento Interno do Tribunal de Contas da União (RITCU), que, quando do planejamento das supervisões baseadas em risco, relativamente às operações de reorganização societária, considere priorizar o "conflito de interesses, abuso do direito de voto, abuso de poder do acionista controlador".

III.2.9. Comentários dos Gestores

540. Submetida a recomendação à análise dos gestores, os comentários oferecidos foram os seguintes (peça 90, p. 4-5):

> *1. A proposta de recomendação relativa à priorização do foco em situações de "conflito de interesses, abuso do direito de voto, abuso de poder do acionista controlador" teria como base a percepção de que (i) "a CVM tem atuado intempestivamente"; (ii) "no caso, por exemplo, da fusão da JBS S/A com a Bertin S/A", [...] "a CVM passou a atuar somente depois de alertada pelo TCU"; (iii) "os processos mais relevantes da entidade são provenientes de escândalos noticiados primeiramente pela imprensa e não frutos das verificações periódicas realizadas pela entidade e*

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

previstas em seus planos bienais de supervisão baseada em risco, como por exemplo a questão recente referente às práticas contábeis irregulares do Instituto de Resseguros do Brasil, que foi levada a público pela gestora Squadra Investimentos"; e (iv) "parece haver questões que certamente escapariam à sua periódica fiscalização, como por exemplo a relação de troca de ações entre empresas fundidas, já que a CVM se ocupa apenas de verificar questões informacionais". [Os comentários aludem aos itens de 7 a 14 do Pronunciamento do Supervisor da Fiscalização, que encaminhou o relatório preliminar à CVM; peça 84, p. 1-2].
2. Nesse sentido, a proposta de recomendação em tela tem "a finalidade de propiciar que, em uma próxima oportunidade, tenha a entidade condições de constatar essas mesmas irregularidades em outras ocorrências similares". [Os comentários aludem ao item 14 do Pronunciamento do Supervisor da Fiscalização, que encaminhou o relatório preliminar à CVM; peça 84, p. 2].
3. Em que pesem os pontos suscitados no Relatório de Auditoria de que se cuida, vale observar inicialmente que o sistema de supervisão de companhias abertas não é desenvolvido com o objetivo de detectar a priori e invariavelmente a prática de atos ilícitos relacionados a fraudes contábeis ou outra forma de manipulação intencional de informação divulgada, e sem que haja comunicação ou denúncia de pessoas com acesso às informações internas das companhias.
4. Nesse sentido, a produção e a divulgação de informações pelas companhias são objeto de diversos controles impostos pela regulação. Não apenas auditores independentes, mas os próprios administradores responsáveis primários pela elaboração da informação, conselheiros fiscais, membros de comitês estatutários, acionistas e instituições financeiras responsáveis pela assessoria das companhias nos casos de distribuição de valores mobiliários têm deveres em relação às decisões que impactam os documentos divulgados.
5. Além disso, exige-se um nível elevado de transparência por parte dos emissores registrados na CVM. As informações são públicas e sujeitas ao escrutínio dos diversos agentes de mercado e do público em geral.
6. Não caberia, portanto, ao regulador refazer o trabalho dos diversos gatekeepers, ou até mesmo implementar um sistema de supervisão que exceda, em regra, os controles executados por aqueles agentes, com o objetivo de buscar identificar fraudes ou desvios dissimulados, sob pena de tornar o sistema de supervisão extremamente oneroso e ineficiente.
7. Deve-se observar o elevado nível de sofisticação das fraudes que histórica e pontualmente ocorrem em sociedades por ações, não detectáveis, em regra, por meio de mera comparação de números públicos das companhias.
8. Se por um lado citam-se fraudes que não foram previamente detectadas pelo regulador nacional ou estrangeiro (Enron, Lehman Brothers, AIG, Tyco, WorldCom e JBS X Bertin), pode-se citar, a título exemplificativo, casos nos quais a supervisão da CVM se deu espontaneamente (de ofício), em situações em que, ainda que não se tratasse de fraudes ou simulações como nos casos anteriormente citados, identificou-se elementos caracterizadores de desvios ou atuações em situação de conflito de interesses:
a. Processo 19957.004842/2017-16 (Indústrias J.B. Duarte S.A.), aberto no âmbito da prioridade de supervisão 3 do Evento de Risco 4 do Plano Bienal 2017-2018 – Esse processo originou o Processo de Termo de Acusação 19957.008642/2019-02, no âmbito do qual foram formuladas acusações por infração aos artigos 116, parágrafo único, 154, 155 e 156, todos da Lei nº 6.404/76, entre outras;
b. Processo 19957.011138/2017-10 (Companhia Paranaense de Energia - Copel), aberto no âmbito da prioridade de supervisão 1 do Evento de Risco 3 do Plano Bienal 2017-2018 - Esse processo originou o Processo de Termo de Acusação 19957.009104/2019-27, no âmbito do qual foram formuladas acusações por infração ao art. 153 da Lei nº 6.404/76, entre outras;
c. Processo 19957.009147/2018-21 (Qualicorp Consultoria e Corretora de Seguros S.A.), aberto no âmbito da prioridade de supervisão 2 do Evento de Risco 4 do Plano Bienal 2017-2018 - Esse processo originou o Processo de Termo de Acusação TA 19957.010505/2018-49, no âmbito do qual foram formuladas acusações por infração aos art. 154, §1º, da Lei nº 6.404/76, entre outras;
d. Processo 19957.009186/2018-29 (Even Construtora e Incorporadora S.A.), aberto no âmbito da Supervisão Temática 1 do Plano Bienal 2017- 2018 - Esse processo originou o Processo de Termo de Acusação TA 19957.005128/2019-15, no âmbito do qual foram formuladas acusações por infração ao art. 155, §1º da Lei nº 6.404/76, entre outras;

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

e. Processo 19957.005112/2017-32 (JBS S.A.), aberto no âmbito da prioridade de supervisão 1 do Evento de Risco 2 do Plano Bienal 2017-2018 - Esse processo originou o Processo de Termo de Acusação TA 19957.010904/2018-18, no âmbito do qual foram formuladas acusações por infração aos arts. 153 e 154 da Lei nº 6.404/76; e
f. Processo 19957.010868/2017-01 (AR Capital Securities Companhia Securitizadora), aberto no âmbito da prioridade de supervisão 2 do Evento de Risco 1 do Plano Bienal 2017-2018 - Esse processo originou o Processo de Termo de Acusação TA 19957.000682/2018-17, no âmbito do qual foram formuladas acusações por infração ao art. 115 da Lei nº 6.404/76, entre outras.
9. Como se pode observar desses casos, a análise das operações não se restringe necessariamente à questão informacional (verificação da divulgação das informações requeridas), muito embora a análise com vistas à verificação de eventuais desvios de poder ou atuação em conflito de interesses tome como base as informações divulgadas pelas companhias. Essa atuação está prevista atualmente no Plano Bienal 2019-2020, no Evento de Risco 2.1 (Inadequação à legislação e à regulamentação das propostas e decisões da administração, nas deliberações em assembleias gerais e na condução dos negócios por parte dos controladores e órgãos da administração).
10. Como mencionado no Pronunciamento do Supervisor da Fiscalização no presente caso, na operação que envolveu JBS e Bertin, há elementos convergentes no sentido de que houve supervalorização da última e há relevantes indícios de prejuízos apenas aos acionistas minoritários da primeira companhia, haja vista que os sócios majoritários da JBS S/A teriam recebido seu quinhão por meio de repasses ilegais realizados pela família Bertin em contas localizadas no Estado americano de Delaware, considerado paraíso fiscal, e a CVM passou a atuar depois de alertada pelo TCU.
11. Ao se questionar a posteriori se essa suposta prática ilegal, em tese, deveria ter sido previamente detectada com base nas informações públicas divulgadas pela companhia, não se pode olvidar (i) que o laudo de avaliação econômica por fluxo de caixa descontado, tal como adotado na operação, tem respaldo na lei (§4º do art. 4º da Lei nº 6.404/76); (ii) que uma operação entre partes independentes teria, em tese, um menor risco de viés na avaliação das sociedades envolvidas; e (iii) que uma companhia fechada (como era o caso da Bertin), não tendo suas ações negociadas em mercado organizado, não teria sequer o parâmetro de cotação para análise comparativa.
12. Vale observar que a CVM abriu o Processo 19957.004735/2017-98, em 23 de maio de 2017, para questionar a JBS a respeito de informações veiculadas na mídia sobre a delação premiada dos seus controladores, em especial de uma afirmação do Sr. Wesley Batista no sentido de que o seu irmão, o Sr. Joesley Batista, saberia quem são os verdadeiros donos da Blessed Holding, conforme transcrição do depoimento: "QUE sobre a HOLDING BLESSED e a estrutura societária após a aquisição do FRIGORÍFICO BERTIN, seu irmão JOESLEY é quem tem as informações; QUE não sabe dizer a quem pertence a HOLDING BLESSED, nem se essa HOLDING era do Grupo BERTIN [...] QUE foi seu irmão JOESLEY quem tratou dessa compra, não sabe dizer a participação de LUCIO FUNARO no negócio". [As palavras em maiúsculas estão conformes ao texto original].
13. Nesse sentido, não se pode desconsiderar a importância, inclusive sob a perspectiva da orientação ao mercado regulado, de que, uma vez identificadas irregularidades, o regulador responda, do ponto de vista da sanção administrativa, de forma compatível com a natureza e a relevância da conduta praticada.
14. Em que pesem os pontos suscitados no Relatório de Auditoria de que se trata, a análise da efetividade do Plano de Supervisão deve observar aspectos que excedem à capacidade de detecção prévia da atuação fraudulenta de determinado agente. Deve-se analisar os resultados da supervisão de maneira ampla e sistêmica, considerando, à luz dos objetivos previamente estabelecidos, aspectos relacionados à orientação e à sanção dos regulados que eventualmente incorreram em inobservância às leis e à regulamentação do mercado de valores mobiliários.
15. A atuação focada na completude, tempestividade e clareza das informações divulgadas não esgota a supervisão sob competência do regulador, mas constitui um elemento fundamental e a base sobre a qual podem ser direcionadas outras ações de supervisão complementares.
16. A atuação preventiva é possível nos casos em que a potencial irregularidade é detectável a partir das informações públicas divulgadas.

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

17. Por outro lado, a atuação a posteriori sobre casos objeto de denúncias, em especial de outros órgãos ou entidades da Administração Pública aos quais compete troca de informações, ou que venham a se tornar públicos por outros meios, também não deveria ser entendida, em nossa visão, como resultado de uma falha nos procedimentos de supervisão. Não se pode desprezar o caráter educativo e preventivo para os demais agentes de mercado da atuação sancionadora do Estado.
18. Pelo exposto, sem prejuízo de constantes aprimoramentos nos critérios de supervisão que são buscados pela CVM, entendemos dissonante do interesse público e regulatório sob os cuidados da Autarquia, à luz dos pontos e fatos acima, a proposta de recomendação aqui enfocada e a motivação correspondente, em especial a improcedente assunção, tendo como base reduzido número de casos nacionais de atuação fraudulenta de administradores, de que a CVM atua intempestivamente e de que a sua atuação se restringe a aspectos informacionais de operações.

III.2.10. Análise dos Comentários dos Gestores

541. A CVM discute as dificuldades de detecção de fraudes, sustentando que, ao final, exigem-se do regulador ações de supervisão sistêmicas, de caráter dissuasório e pedagógico. Concordamos com ambas perspectivas. Contudo, argumentamos que, se não forem envidadas ações supervisórias ou fiscalizatórias específicas sobre temas de maior complexidade do que a prestação tempestiva e completa de informações, será ainda menos provável que o regulador detecte fraudes em caráter concomitante. As fraudes fazem parte do ambiente regulatório e, por conseguinte, demandam procedimentos preventivos.

542. Em essência, o texto dos comentários corrobora a percepção do relatório preliminar, no sentido de que o foco regulatório recai, primariamente, sobre as informações prestadas pelas companhias: "A atuação focada na completude, tempestividade e clareza das informações divulgadas não esgota a supervisão sob competência do regulador, mas constitui um elemento fundamental e a base sobre a qual podem ser direcionadas outras ações de supervisão complementares".

543. A reguladora do mercado de valores mobiliários aponta exemplos de ações supervisórias, que foram tomadas por iniciativa própria da autarquia. No entanto, os exemplos denotam que as companhias envolvidas não ostentavam o destaque da exposição no mercado de valores mobiliários nem o apelo à poupança popular que, por suposto, deveriam orientar as prioridades da supervisão (por exemplo, AR Capital Securities, Indústrias J.B. Duarte S.A. e Even Construtora e Incorporadora S.A.).

544. Não obstante a CVM ter considerado a recomendação proposta "dissonante do interesse público e regulatório sob os cuidados da Autarquia", a unidade técnica interpreta a questão de forma oposta. Na ótica dessa interpretação, existe uma clara oportunidade de melhoria no redirecionamento do foco da supervisão regulatória para as relações econômicas subjacentes às operações de reorganização societária. Em especial, conquanto se reconheça a importância da supervisão sobre as informações divulgadas pelas companhias abertas, compreende-se que é necessário empreender análises mais aprofundadas sobre os fenômenos econômico-financeiros por trás das fusões, cisões, aquisições e reorganizações societárias envolvendo companhias abertas, sobretudo, as listadas em bolsa de valores.

545. As irregularidades observadas no mercado de valores mobiliários, supracitadas, ocorreram em parte, porque a autarquia não orientou parte da sua ação administrativa para incluir análises específicas das relações econômicas subjacentes às operações de fusão, cisão e incorporação, reorganização societária, transações com partes relacionadas, aumentos de capital por subscrição privada, emissões privadas de valores mobiliários conversíveis em ações, reduções de capital e conversões de ações) da perspectiva das relações de troca econômica subjacentes às operações supracitadas, inclusive as que envolvam a emissão de valores mobiliários por meio de esforços restritos de distribuição, quando da regulação sobre as operações societária, prevenindo ou sancionando atos ilegais de administradores e acionistas controladores das companhias abertas – (artigo 4º, inciso IV,

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

alínea "b", da Lei 6.385/76), que podem voltar a ocorrer e ser detectados posteriormente aos danos (itens 528 e 533).

546. Considerando-se a divergência de entendimentos, propor-se-á que seja feita recomendação à autarquia no sentido de que promova ações regulatórias específicas quando da regulação sobre essas operações societárias, considerando as irregularidades observadas no mercado de valores mobiliários envolvendo atos ilegais de administradores e acionistas controladores das companhias abertas – artigo 4º, inciso IV, alínea "b", da Lei 6.385/76) podem voltar a ocorrer (itens 528 e 533).

III.2.11. Proposta definitiva de encaminhamento

547. Recomendar à Comissão de Valores Mobiliários, com fundamento no art. 43, inciso I, da Lei 8.443/1992, combinado com o art. 250, inciso III, do Regimento Interno do Tribunal de Contas da União (RITCU), e no artigo 11 da Resolução-TCU 315, de 2020, que promova ações regulatórias específicas para analisar operações societárias capazes de afetar de maneira significativa os direitos dos acionistas minoritários (por exemplo, operações de fusão, cisão e incorporação, reorganização societária, transações com partes relacionadas, aumentos de capital por subscrição privada, emissões privadas de valores mobiliários conversíveis em ações, reduções de capital e conversões de ações) da perspectiva das relações de troca econômica subjacentes às operações supracitadas, inclusive as que envolvam a emissão de valores mobiliários por meio de esforços restritos de distribuição (itens 541 a 546).

III.3. Indícios de insuficiente supervisão sobre a companhia aberta BNDESPAR

III.3.1. Descrição do achado:

548. Indícios de insuficiente atividade de supervisão sobre as operações de emissão privada de valores mobiliários, de subscrição privada de valores mobiliários conversíveis em ações, de aumentos de capital por subscrição privada, de conversões de ações cujos direitos foram incluídos em acordos de acionistas e de investimentos, afetando o direito de minoritários e o número de ações em circulação no mercado, envolvendo companhias abertas coligadas ao BNDESPAR.

III.3.2. Situação encontrada:

549. No período compreendido entre 2008 e 2015, o BNDES, por meio de seu braço de participações, o BNDESPAR, participou ativamente do mercado de capitais, estruturando, subscrevendo e convertendo valores mobiliários. Por exemplo, de um exercício social para outro, entre 2009 e 2010, a carteira de investimentos em participações societárias da BNDESPAR aumentou mais de R$ 50 bilhões, em valores históricos, equivalentes a R$ 75 bilhões atuais:

R$ mil

	31/12/2010	31/12/2009	01/01/2009
Investimentos – Coligadas avaliadas pelo método da equivalência patrimonial	13.641.374	14.231.339	7.367.036
Títulos e Valores Mobiliários – Empresas avaliadas a valor justo (Disponíveis para Venda) – Ativo Circulante	81.464	68.479	-
Títulos e Valores Mobiliários – Empresas avaliadas a valor justo (Disponíveis para Venda) – Ativo Não Circulante	89.167.652	75.052.121	43.343.925
Total dos investimentos	**102.890.490**	**89.351.939**	**50.710.961**

Fonte: Demonstrações Financeiras, BNDESPAR, 2010-2009, p. 53.

550. Efetivamente, interveio (tomou parte voluntariamente) em procedimentos durante a negociação de operações de fusão, incorporação e incorporação de ações envolvendo sociedade controladora e suas controladas (as operações de reorganização societária, que envolvam

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

controladoras e controladas), inclusive, mediante a assinatura de acordos de acionistas e de investimento. Dessa maneira, o BNDESPAR integrava, indiretamente, o bloco de controle, porque os contratos celebrados com controladores (acordos de acionistas e de investimento) impunham restrições à compra e venda de ações do bloco de controle, além de restrições a que determinadas decisões fossem tomadas durante a vigência contratual. Assim sendo, o foco da supervisão (divulgação tempestiva de informações e, eventualmente, proteção ao direito difuso dos minoritários) deixou de fora a dinâmica da transferência de valor econômico entre acionistas com posições relevantes e, sobretudo, no caso das operações estruturadas e subscritas pelo BNDESPAR, transferências de valor econômico entre acionistas majoritários componentes de acordos envolvendo o bloco de controle das companhias.

551. A despeito dessa importância relativa ao mercado de capitais brasileiro, no âmbito da SEP, foram identificados os seguintes processos de supervisão relacionados a processos do TCU:

19957.004260/2017-30	*Origem*	*Supervisão: Notícias, Fatos Relevantes e Comunicados; Fato Relevante (Evento de Risco 2 - Prioridade 1) – SBR.*
	Situação atual e/ou tipo	*Processo não sancionador. Processo concluído na SEP em 2/6/2017.*
	Ementa	*Trata-se de solicitação de manifestação sobre notícia intitulada "Operação da PF investiga suspeitas de irregularidades na BNDESPAR", publicada em 12/5/2017 no portal de notícias G1.*
	Observações	*Consideramos suficientes os esclarecimentos prestados pela companhia até o eventual surgimento de fatos novos capazes de justificar diligências adicionais.*
19957.006441/2018-81	*Origem*	*Supervisão: Notícias, Fatos Relevantes e Comunicados; Fato Relevante (Evento de Risco 2 - Prioridade 1) – SBR.*
	Situação atual e/ou tipo	*Processo não sancionador. Processo concluído na SEP em 19/7/2018.*
	Ementa	*Trata-se de análise de informações eventuais da BNDES Participações S/A – BNDESPAR relacionada a solicitação de esclarecimentos sobre notícia veiculada em 29/6/2018, no site O Antagonista, sob o título: "BNDES vende sua parte na JBS".*
	Observações	*Consideramos suficientes os esclarecimentos prestados pela companhia até o eventual surgimento de fatos novos capazes de justificar diligências adicionais.*
19957.009102/2018-57	*Origem*	*Informações: Protocolo.*
	Situação atual e/ou tipo	*Processo não sancionador. Processo em andamento.*

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

	Ementa	*Trata-se de Ofício 0574/2018-TCU/SecexEstataisRJ, de 26/9/2018, o qual informa à CVM a apreciação pelo Tribunal de Contas da União do processo de Representação TC 034.932/2015-1, instaurado em decorrência do Acórdão 3011/2015-Plenário, prolatado em face de auditoria realizada com o objetivo de examinar, a pedido da Comissão de Fiscalização Financeira e Controle da Câmara dos Deputados – CFFC, as operações de crédito e de mercado de capitais realizadas pelo BNDES e pelo BNDESPAR com o Grupo JBS, de 2005 a 2014, com vistas a esclarecer os aspectos financeiros, os critérios utilizados na escolha de empresas do setor e as vantagens sociais geradas, especificamente para a operação intitulada "Projeto 2231068.0001/2009 - Aquisição de debêntures da empresa JBS visando à sua capitalização com a finalidade de adquirir a empresa americana Pilgrim's Pride Corporation e associar-se com a empresa Bertin S/A".*
	Observações	
19957.008920/2018-32	*Origem*	*Informações: Protocolo.*
	Situação atual e/ou tipo	*Processo não sancionador. Processo em andamento.*
	Ementa	*Trata-se de Ofício 0540/2018-TCU/SecexEstataisRJ, de 17/9/2018, o qual informa à CVM a apreciação pelo Tribunal de Contas da União do processo de Representação TC 034.935/2015-0, instaurado em decorrência do item 9.3 do Acórdão 3011/2015-Plenário, prolatado em relatório de auditoria (TC 007.527/2014-4), cujo objeto foi o de examinar, a pedido da Comissão de Fiscalização Financeira e Controle da Câmara dos Deputados – CFFC, as operações de crédito e de mercado de capitais realizados pelo BNDESPAR junto à empresa JBS S.A., com o objetivo de permitir a esta última adquirir e incorporar a empresa Bertin S/A, a qual já havia sido beneficiada com uma operação de apoio financeiro específica, cujos indícios de irregularidades também se encontram sob apreciação no processo.*
	Observações	

552. Nesse contexto, dois processos do TCU continham indícios de irregularidades que, num entendimento perfunctório, deveriam ter entrado no radar fiscalizatório da CVM, quais sejam: TC 034.931/2015-5, que trata de indícios de irregularidades relacionados à operação de participação acionária na empresa Bertin S.A., e sua posterior incorporação pela empresa JBS, operações que teriam prejudicado acionistas minoritários; e TC 023.792/2015-9, referente à auditoria que examinou as

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

participações acionárias do BNDESPAR nas cinco empresas do Grupo EBX, operações que teriam ignorado diversas evidências desfavoráveis.

553. Uma análise mais detida do processo TC 034.935/2015-5 permite concluir que os indícios de irregularidades foram pormenorizadamente apontados pela unidade técnica. Dentre tais irregularidades, cabe destacar aquelas relacionadas à operação de aquisição e incorporação da Bertin S.A. pela JBS S.A., conforme constaram do relatório do Acórdão 2154/2018 TCU – Plenário.

554. As irregularidades decorreram de aprovação, mediante apoio financeiro da BNDESPAR, de operação de fusão entre as empresas JBS e Bertin que acarretou relação de troca de ações das empresas fundidas prejudicial tão somente aos sócios minoritários da empresa JBS, que tiveram diluição relevante de sua participação na companhia, haja vista que os controladores da empresa foram ressarcidos pela família Bertin por meio de empresa sediada em paraíso fiscal.

555. Pelo fato de ter sido observada fraude contra minoritários e grave irregularidade contra o sistema financeiro e o mercado de capitais, causando prejuízo para a própria BNDESPAR, um dos sócios minoritários, houve proposta de remeter o caso para a CVM.

556. Pesquisa junto ao terminal Bloomberg permitiu encontrar as seguintes operações de fusões, aquisições, incorporações e cisões, relacionadas à subsidiária integral do BNDES, a BNDESPAR, ou às companhias abertas supramencionadas:

Target Name	Acquirer Name	Seller Name	Announced T	Payment Type	TV/EBITDA	Deal Status
Bertin SA	JBS SA		6310.46	Stock		Completed
Zenda & Seara Brasil assets	JBS SA	Marfrig Global Foods SA	2726.13	Undisclosed		Completed
Cia Estadual de Aguas e Esgotos CEDAE	BNDES		1132.54	Undisclosed	8.05	Withdrawn
Odebrecht Transport SA	BNDES Participacoes SA,FI-FGTS		603.51	Cash		Completed
Rede Energia Participacoes SA	BNDES		337.21	Cash	2.17	Completed
GranBio Investimentos SA	BNDES Participacoes SA		293.89	Cash		Completed
Independencia Participacoes SA	BNDES Participacoes SA		193.11	Cash		Completed
Lupatech SA	BNDES Participacoes SA,Petros-Fundacao Petrobras de Seguridade		187.63	Cash		Completed
TPI - Triunfo Participacoes e Investimentos SA	BNDES		166.07	Cash	2.34	Completed
Renova Energia SA	BNDES Participacoes SA		152.54	Cash		Pending
Food processing assets	JBS SA	Independencia Participacoes SA	142.19	Cash and Stock		Completed
CTC - Centro de Tecnologia Canavieira SA	BNDES Participacoes SA		129.76	Cash		Completed
2 Poultry units	JBS SA	CEU Azul Alimentos Ltda	110.63	Cash		Pending
Comercio e Industria de Massas Alimenticias Massa	JBS SA		109.81	Cash and Stock		Completed
Some BRF assets	JBS SA	BRF SA	99.96	Cash		Completed
Energias Renovaveis do Brasil Ltda	BNDES Participacoes SA,Mantiq Investimentos Ltda (Fund: Brasil Petroleo)		95.57	Cash		Completed
Biomm SA	BNDES Participacoes SA,BDMGTEC SA,IRB LP		90.67	Cash		Pending
Padtec S/A	BNDES Participacoes SA,Management Group,Ideiasnet SA		83.45	Cash		Completed
IGUA SA	BNDES Participacoes SA	Galvao Participacoes SA	68.01	Cash		Completed
Rocha Terminais Portuarios E Logistica SA	BNDES Participacoes SA		65.71	Cash		Completed
Agroveneto S/A Industria de Alimentos	JBS SA		62.89	Stock		Completed
Frinal S/A Frigorifico e Integracao Avicola	JBS SA		44.96	Cash		Completed
Sul Valle	JBS SA		44.96	Cash		Completed
Tatiara Meat Co	JBS SA	Vion NV	27.14	Cash		Completed
Feed yards assets	JBS SA	Lakeside Feedyards Inc	25.00	Cash and Stock		Completed
Biomm SA	BNDES Participacoes SA,Unnamed Buyer,BDMGTEC SA		23.67	Cash		Pending
Amata SA	BNDES Participacoes SA,Pragma Gestao de Patrimonio Ltda,Projetos Sustent		21.99	Cash		Completed
Progen Projetos Gerenciamento e Engenharia SA	BNDES Participacoes SA		12.35	Cash		Completed
Amata SA	BNDES,Aquila Capital Group,Projetos Sustentaveis Participacoes SA,Floresta		N/A	Undisclosed		Completed
Grupo Toledo SA	JBS SA		N/A	Undisclosed		Completed
Grupo Linx	BNDES,General Atlantic LLC		N/A	Cash		Completed
2 Beef Plants	JBS SA		N/A	Undisclosed		Completed
Cipher S/a	BNDES Participacoes SA,DLM Invista Administracao de Recursos Ltda		N/A	Cash		Completed
Cia Energetica de Minas Gerais	BNDES Participacoes SA		N/A	Cash		Completed
Hans & Eder assets	JBS SA	Premium Foods Brasil S/A	N/A	Cash		Pending
Cia Energetica de Minas Gerais	BNDES		N/A	Cash		Withdrawn
Avebom-Industria de Alimentos Ltda	JBS SA		N/A	Undisclosed		Completed

III.3.3. Objetos

- *Plano bienal de Supervisão Baseada em Risco (SBR), 2009-2010;*
- *Plano bienal de Supervisão Baseada em Risco (SBR), 2010-2011;*
- *Plano bienal de Supervisão Baseada em Risco (SBR), 2012-2013;*
- *Plano bienal de Supervisão Baseada em Risco (SBR), 2014-2015;*
- *Plano bienal de Supervisão Baseada em Risco (SBR), 2016-2017;*
- *Relatório Anual, 2018, da Comissão de Valores Mobiliários (CVM);*

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

- *Relatório de gestão da Superintendência de Relações com Empresas (SEP), relativo ao ano de 2017;*
- *Pesquisas junto ao terminal Bloomberg.*

III.3.4. Critérios

Constituição Federal, artigo 37, caput, com ênfase aos princípios da eficiência e da moralidade;
Lei 6.835/1976, art. 4º, incisos I e II (Mandato legal para promover o desenvolvimento do mercado);
Lei 6.385/76, art. 4º, incisos III, VII e VIII (Mandato legal para assegurar a eficiência e o regular funcionamento do mercado);
Lei 6.385/76, art. 4º, incisos IV e V (Mandato legal para a proteção dos investidores no mercado de valores mobiliários);
Lei 6.385/76, art. 4º, inciso VI, e art. 8º, incisos I e II (Mandato legal para assegurar o acesso do público à Informação Adequada);
§§ 3º e 5º do art. 177 da Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976, combinados com os incisos II e IV do § 1º do art. 22 da Lei n. 6.385, de 7 de dezembro de 1976, lembrando que as deliberações são tomadas pelo colegiado da CVM;
Lei n. 6.835/1976, artigos 8º e 9º; 22, § 1º., incisos I, II, IV (para as ações de supervisão sobre as empresas);
Lei 6.404/1976, artigo 4º, §§ 1º, 2º, 3º, 4º e 5º e § 1º do artigo 254-A da Lei 6.404/76;
Parecer de Orientação Normativa CVM n. 35/2008.

III.3.5. Evidências

- *Relatório Anual, 2018, da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), peça 16, p. 23 e 33;*
- *Plano bienal 2009 – 2010 de Supervisão Baseada em Risco da CVM (Plano Bienal CVM 2015-2016 – versão integral.pdf), peça 61, itens não digitalizáveis, fls. 9-10;*
- *Plano bienal 2015 – 2016 de Supervisão Baseada em Risco da CVM (Plano Bienal CVM 2015-2016 – versão integral.pdf), peça 61, itens não digitalizáveis, fls. 16, 18-20;*
- *Plano bienal 2017 – 2018 de Supervisão Baseada em Risco da CVM (Plano Bienal CVM 2015-2016 – versão integral.pdf), peça 61, itens não digitalizáveis, fls. 29-30;*
- *Acórdão TCU – Plenário n. 2154/2018 (processo TC 034.935/2015-0);*
- *Pesquisas junto ao terminal da Bloomberg, peça 74, incluindo planilha entre os itens não digitalizáveis dessa peça.*

III.3.6. Causas

557. Esse apanhado de operações captadas pela equipe da Bloomberg contrasta com a constatação de que o foco da supervisão elegeu os seguintes critérios para nortear suas ações:

Na classificação quanto ao potencial de dano, o universo de companhias continuou a ser segmentado em sete grupos, tendo sido mantidos, em termos gerais, os mesmos critérios do biênio anterior: participação das ações em índices de liquidez, valor do patrimônio líquido, número de acionistas e tipo de categoria de registro.
Os critérios utilizados para a indicação da probabilidade de ocorrência dos eventos de risco 1, 2, 3 e 4 foram os seguintes:

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

[...]
Parâmetros de definição e quantitativo de empresas por grupo: [...]
Grupo 1: Companhias abertas cujas ações participem dos índices IBOVESPA ou IBrX-50; [...]
Companhias abertas registradas na Categoria A (que podem negociar quaisquer valores mobiliários, inclusive, ações em bolsa de valores ou em mercado de balcão), com 500 ou mais acionistas e com Patrimônio Líquido igual ou superior a R$1 bilhão (cujas ações não participem dos índices IBOVESPA ou IBrX-50). [...]
Companhias abertas registradas na Categoria A, com 500 ou mais acionistas e com Patrimônio Líquido inferior a R$1 bilhão (cujas ações não participem dos índices IBOVESPA ou IBrX-50).
Companhias abertas registradas na Categoria A, com mais de 10 e menos de 500 acionistas (cujas ações não participem dos índices IBOVESPA ou IBrX-50).
Companhias abertas registradas na Categoria A, com até 10 acionistas (cujas ações não participem dos índices IBOVESPA ou IBrX-50).
Companhias abertas registradas na Categoria B.
Companhias estrangeiras patrocinadoras de programas de BDR.

558. O BNDESPAR não possui ações negociadas em bolsas de valores. Os únicos valores mobiliários emitidos pelo BNDESPAR foram debêntures. Considerando-se tais critérios, observa-se que o BNDESPAR é companhia aberta registrada na CVM na categoria "B", desde 1/1/2010, isto é, está entre aquelas que "podem negociar valores mobiliários em mercados regulamentados de valores mobiliários, com exceção de ações ou de valores mobiliários conversíveis em ações". Em outras palavras, não pode negociar ações de sua emissão em bolsas de valores. Ademais, ainda que tivesse autorização para tanto, o BNDESPAR ostenta a singularidade das subsidiárias integrais que possuem um único sócio, constituído como empresa pública federal (BNDES).

559. Portanto, o BNDESPAR não se enquadrava em nenhum dos quatro principais critérios eleitos.

560. Além de ter exercido papel de grande destaque no mercado de capitais brasileiro, entre os anos de 2008 e 2015, o BNDESPAR, na condição de acionista relevante, às vezes, celebrante de acordo de acionistas ou de investimento com as companhias, participava da estruturação das operações de reorganização societária, sem ostentar a qualidade ostensiva de parte relacionada.

III.3.7. Efeito

561. O efeito potencial consistiu em que observou-se um número menor de supervisões sobre as operações societárias capazes de afetar de maneira significativa os direitos dos acionistas minoritários, como as operações de fusões, aquisições e cisões, as transações entre partes relacionadas, as emissões privadas de valores mobiliários conversíveis em ações, os aumentos de capital por subscrição privada, as conversões de ações e as reduções de capital.

III.3.8. Propostas Preliminares de Encaminhamento

562. Recomendar à Comissão de Valores Mobiliários que inclua em seu plano de Supervisão baseada em Risco (SBR) ações regulatórias voltadas especificamente às operações de reorganização societária que tenham a companhia aberta BNDESPAR como sócia com participação relevante ou cujas companhias envolvidas sejam coligadas ao BNDESPAR.

563. Recomendar à Comissão de Valores Mobiliários que inclua em seu plano de Supervisão baseada em Risco (SBR) ações regulatórias voltadas especificamente às operações de emissão privada de valores mobiliários conversíveis em ações ou de conversão de ações, aumentos de capital por subscrição privada e transações com partes relacionadas que tenham a companhia aberta BNDESPAR como sócia com participação relevante ou cujas companhias envolvidas sejam coligadas ao BNDESPAR ou, ainda, que tenham sido estruturadas com a participação ou a interveniência do BNDESPAR.

III.3.9. Comentários dos Gestores

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

564. As propostas de recomendação contidas no relatório preliminar de auditoria foram submetidas à CVM, que teceu as seguintes considerações:

1. Preliminarmente, cabe recordar que a Superintendência de Relações com Empresas da CVM (SEP) é a área técnica responsável por coordenar, supervisionar e fiscalizar os registros de aproximadamente 650 (seiscentas e cinquenta) companhias abertas, companhias estrangeiras e companhias beneficiárias de incentivos fiscais registradas na CVM. Esse conjunto de companhias registradas envolve sociedades dos mais diversos setores de atividade.

2. É importante observar que, a depender do setor de atividade e da composição de seu capital, a companhia aberta está sujeita à supervisão de mais de um regulador ou órgão de controle do Estado. Tal é o caso das instituições financeiras, seguradoras, companhias do setor elétrico, aviação, telecomunicações, transporte terrestre, entre outros, a exigir regulação e acompanhamento setoriais e específicos por Banco Central do Brasil (BCB), SUSEP, ANEEL, ANAC, ANATEL e ANTT, etc. A depender da natureza da reestruturação pela qual passe uma companhia, a operação está ainda sujeita à regulação e à supervisão de outros órgãos ou entidades do Estado, tais como ocorre com os atos de concentração sujeitos à avaliação do CADE.

3. Esse complexo sistema de supervisão da atividade econômica exige, por vezes, uma atuação coordenada e importante regime de intercâmbio de informações entre os órgãos ou entidades reguladoras. Não obstante, a atuação de cada órgão/ou entidade deve estar alinhada ao seu mandato legal, às suas competências e à lógica de supervisão do setor e do mercado regulados.

4. Nesse sentido, em seu Plano de Supervisão Baseada em Risco, a CVM dirige esforços no sentido de identificar, em cada ciclo vivenciado e dinamicamente, fatores que elevam ou mitigam riscos associados a eventuais inobservâncias à regulamentação do mercado de capitais e que representam ameaças ao desempenho dos seus mandatos legais.

5. Destacam-se, dentre os objetivos previstos no art. 4º da Lei nº 6.385/76, estimular a formação de poupanças e a sua aplicação em valores mobiliários; promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações; estimular as aplicações permanentes em ações do capital social de companhias abertas sob controle de capitais privados nacionais; assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados de bolsa e de balcão; proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra atos ilegais de administradores e acionistas, controladores das companhias abertas, ou de administradores de carteira de valores mobiliários; além de assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido.

6. No Plano de Supervisão, ao se avaliar o potencial impacto de eventual desvio de conduta de administrador ou acionista controlador de companhia aberta, considera-se a exposição dessa companhia no mercado de valores mobiliários, tendo em vista o seu porte, a quantidade de acionistas e o volume de negociação de seus títulos no mercado organizado.

7. A exploração da atividade econômica pelo Estado, por meio de sociedade de economia mista de capital aberto, faz emergir importantes considerações no que se refere ao interesse público que justificou a criação daquela sociedade e quanto ao controle da gestão dos recursos públicos. A União, por meio dos agentes públicos, deve adotar mecanismos de controle compatíveis com a natureza da atividade desenvolvida e a relevância dos recursos empregados. Os órgãos de controle externo buscam certificar-se de que os princípios e normas que regem a Administração Pública estão sendo observados.

8. Ciente da relevância e da complexidade dos fatores envolvidos, a CVM entende que, sempre que possível, a atuação coordenada e a troca de informações devem reger a atuação dos diferentes órgãos ou entidades do Estado, sem que isso implique comprometer o foco de atuação de cada regulador.

9. Nesse sentido, a priorização da aplicação de recursos da CVM na supervisão de sociedade de economia mista controlada pela União que tenha, proporcionalmente ao mercado de valores mobiliários, reduzido apelo à poupança popular, tal como uma companhia registrada na Categoria B, seria pouco eficiente à luz dos mandatos legais da CVM, sem prejuízo, por exemplo, de que eventualmente haja, em regime de cooperação (e não de controle em si), uma atuação coordenada com órgãos externos de controle, como, aliás, já ocorre com o próprio Tribunal de

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

Contas da União (TCU), que, nessa feição, sempre tem encontrado nesta CVM uma interlocutora para ajuda mútua no que é de interesse comum, inclusive por meio de convênio.
10. É natural inclusive que, no exercício do seu mandato, a CVM atue com vistas a proteger o público investidor de potenciais abusos do poder de controle incorridos pela União, por meio dos seus agentes, tal como ocorreu nos Processos RJ-2013-1063 e RJ-2013-6635, ambos processos sancionadores envolvendo administradores da Eletrobras em razão de possíveis conflitos de interesse na atuação do controlador da companhia.
11. Importante observar que, com base no disposto no § 3º do art. 4º da Lei nº 6.404/76, a CVM classifica as companhias abertas em categorias, segundo as espécies dos valores mobiliários por elas emitidos/negociados no mercado.
12. O registro na Categoria A autoriza a negociação de quaisquer valores mobiliários do emissor em mercados regulamentados de valores mobiliários.
13. O registro na categoria B, simplificadamente, autoriza a negociação de valores mobiliários do emissor em mercados regulamentados de valores mobiliários, exceto ações e certificados de depósito de ações ou valores mobiliários que confiram ao titular o direito de adquirir ações ou sejam conversíveis em ações.
14. As companhias registradas na Categoria B, portanto, representam um menor risco ao público investidor, na medida em que não têm títulos patrimoniais admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários. Por essa razão, o regime de prestação de informações dessas companhias é reduzido em relação às companhias com registro na Categoria A.
15. O BNDESPAR, além de ser uma companhia com registro na CVM na Categoria B, não tem quaisquer valores mobiliários negociados em mercados organizados.
16. Por outro lado, dada a participação minoritária do BNDESPAR em outras companhias abertas, há situações em que, a partir de reclamação formulada pelo próprio BNDESPAR, a CVM atua na apuração de eventuais desvios de conduta de controladores ou administradores das suas sociedades investidas. Vale mencionar, a título exemplificativo, os processos administrativos abaixo, em que o BNDESPAR foi parte, nos quais foram apurados fatos relacionados à conduta de administradores e acionistas controladores de investidas:
a) Processo 19957.010659/2018-31: BNDESPAR, na qualidade de reclamante, questionando a atuação de administradores da Klabin S.A. no que se refere à fiscalização de contrato envolvendo a Klabin e seus acionistas controladores;
b) Processo 19957.011398/2019-57 - BNDESPAR, na qualidade de reclamado. Acionista solicitando providências da CVM sobre o BNDESPAR ter anunciado a venda de suas participações na Petrobras;
c) Processo 19957.010659/2018-31 – BNDESPAR, na qualidade de reclamante, solicitando interrupção do prazo de convocação de assembleia da Copel;
d) Processo 19957.004466/2018-41 – BNDESPAR, na qualidade de reclamante, solicitando interrupção do prazo de convocação de assembleia da Light; e
e) Processo 19957.000450/2018-69 – BNDESPAR, na qualidade de reclamante, solicitando interrupção do prazo de convocação de assembleia da Cemig.
17. Nesse sentido, seria importante considerar, em relação às propostas de recomendações acima, que as sociedades investidas do BNDESPAR e as Estatais, assim como qualquer companhia aberta, são objeto de supervisão conforme grau de priorização que leva em consideração a exposição dessas companhias ao mercado de valores mobiliários e, adicionalmente, que a CVM analisa a totalidade das reclamações, denúncias ou consultas que lhe são encaminhadas.
18. Também cabe observar que as estatais são objeto de orientação e supervisão específicas no que se refere às particularidades inerentes à sua condição de sociedade de economia mista.
19. No que concerne à indicação de candidatos para eleição ao Conselho de Administração, por exemplo, destaca-se, no Ofício Circular/CVM/SEP/Nº 2/2020, a decisão do Colegiado da CVM, proferida no âmbito do processo administrativo 19957.004466/2018-4131, por meio da qual, por maioria, entendeu-se que as vedações do artigo 17, § 2º, da Lei nº 13.303/16, também são aplicáveis a candidatos ao conselho fiscal de estatais.
20. Ainda no tocante a sociedades de economia mista, consta do Ofício Circular/CVM/SEP/Nº 2/2020 orientação, com base em posicionamento da SEP firmado no âmbito do Processo CVM nº 19957.004086/2019-97, no sentido de que uma sociedade de economia mista criada no âmbito

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

estadual, a despeito de ser controlada por um estado membro da União, não pode indicar para cargos de administração em suas investidas Ministros de Estado, Secretários Municipais ou parentes consanguíneos e afins dessas pessoas até o terceiro grau.

21. Note-se que o artigo 147, § 1º, da Lei nº 6.404/76, enumera determinadas hipóteses de inelegibilidade para cargos de administração, incluindo os casos previstos em lei especial. Diante disso, e tendo em vista especificamente a situação das sociedades de economia mista de capital aberto, a CVM tem atuado, em diversos casos, para que sejam observadas as hipóteses de inelegibilidade previstas no artigo 17, § 2º, da Lei nº 13.303/16.

22. No Formulário de Referência, além da divulgação de todas as informações exigidas das demais companhias abertas, as estatais devem informar, em item específico sobre atividades de sociedade de economia mista referentes ao interesse público que justificou sua criação, a atuação em atendimento às políticas públicas (incluindo metas de universalização), bem como ao processo de formação de preços e regras aplicáveis à fixação de tarifas (vide item 10.2.7 do Ofício Circular/CVM/SEP/Nº 2/2020).

23. Vale detalhar, ainda, sobre o ponto relativo ao cogitado estabelecimento de ação regulatória específica voltada às investidas do BNDESPAR, a sua carteira de investimento em ações de companhias abertas.

RAZÃO SOCIAL	Setor	Valor de Mercado (R$ mil)	% CAPITAL	% CARTEIRA
PETRÓLEO BRASILEIRO S.A. PETROBRAS	Petróleo e Gás	22.677.083	8,07%	25,409%
VALE S.A.	Mineração	18.057.562	6,12%	20,233%
JBS S.A.	Alimentos/Bebidas	12.342.849	21,32%	13,830%
CENTRAIS ELÉTRICAS BRASILEIRAS S.A. - ELETROBRÁS	Energia Elétrica	7.962.996	16,14%	8,922%
SUZANO S.A.	Papel e celulose	5.535.512	11,04%	6,202%
COMPANHIA PARANAENSE DE ENERGIA - COPEL	Energia Elétrica	3.967.150	23,96%	4,445%
AES TIETÊ ENERGIA S/A	Energia Elétrica	1.777.945	28,41%	1,992%
KLABIN S.A.	Papel e celulose	1.707.912	7,54%	1,914%
COMPANHIA ENERGÉTICA DE MINAS GERAIS - CEMIG	Energia Elétrica	928.853	5,52%	1,041%
TUPY S.A.	Cadeia automob.	776.733	28,19%	0,870%
GERDAU S.A.	Siderurgia/metalur.	397.815	1,45%	0,446%
ENGIE BRASIL ENERGIA S.A.	Energia Elétrica	329.777	0,95%	0,370%
EMBRAER S.A.	Bens de capital	324.860	5,37%	0,364%
COMPANHIA DE SANEAMENTO DE MINAS GERAIS - COPASA	Saneamento	252.795	3,46%	0,283%
OURO FINO SAÚDE ANIMAL PARTICIPAÇÕES S.A.	Agronegócio	186.183	12,26%	0,209%
BIOMM S.A.	Saúde	103.122	9,61%	0,116%
COMPANHIA SIDERÚRGICA NACIONAL	Siderurgia/metalur.	94.281	0,63%	0,106%
ENERGISA S.A.	Energia Elétrica	77.285	0,43%	0,087%
PADTEC HOLDING S/A	TI	68.720	23,05%	0,077%
OI S.A.	Telecomunicações	45.523	0,64%	0,051%
IOCHPE - MAXION S.A.	Cadeia automob.	41.763	1,99%	0,047%
MRV ENGENHARIA E PARTICIPAÇÕES S.A.	Imobiliário	24.790	0,28%	0,028%
TREVISA INVESTIMENTOS S.A. (EX-TREVO INV. S.A.)	Diversos	22.862	12,94%	0,026%
BOMBRIL S.A.	Bens de consumo	12.913	2,20%	0,014%
SPRINGS GLOBAL PARTICIPAÇÕES S.A.	Bens de consumo	12.792	3,62%	0,014%
METALÚRGICA GERDAU S.A.	Siderurgia/metalur.	11.883	0,15%	0,013%
CIA. DE TECIDOS NORTE DE MINAS - COTEMINAS	Bens de consumo	11.360	6,27%	0,013%
TPI TRIUNFO PARTICIPAÇÕES E INVESTIMENTOS S.A.	Logística/Transp.	11.297	5,09%	0,013%
RENOVA ENERGIA S.A.	Energia Elétrica	6.674	5,01%	0,007%
VULCABRÁS/AZALÉIA S.A.	Bens de consumo	1.347	0,11%	0,002%
SPRINGER S.A.	Bens de capital	1.235	3,33%	0,001%
PARANAPANEMA S.A.	Mineração	467	0,08%	0,001%

24. Nota-se que 90,61% do volume de investimentos concentra-se em ações que compõem o índice IBOV, principal indicador representativo de desempenho das ações negociadas na B3. Essa composição converge naturalmente para a prioridade de supervisão prevista no Plano de Supervisão Baseada em Risco da CVM, o qual, conforme já mencionado, considera a exposição da companhia no mercado de valores mobiliários.

25. Pelo exposto, sem prejuízo da constante análise e dos aperfeiçoamentos dos mecanismos de supervisão que a CVM está sempre buscando, entendemos que as propostas de recomendação aqui enfocadas no sentido da criação de ações regulatórias adicionais àquelas atualmente existentes e com foco em empresas estatais e sociedades investidas do BNDESPAR não atenderiam ao

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

interesse público e regulatório sob os cuidados da CVM. De todo modo, a CVM não se oporia a qualquer recomendação voltada ao incremento do regime de cooperação que mantém com o TCU.

III.3.10. Análise dos Comentários dos Gestores

565. Os gestores defendem sua escolha regulatória alegando que a companhia aberta BNDESPAR está registrada na categoria B, que não autoriza a negociação de ações nos mercados regulamentados de valores mobiliários. Por isso, segundo a CVM, as companhias assim registradas representariam um risco menor ao público investidor. Dessa perspectiva, a companhia aberta BNDESPAR teria reduzido apelo à poupança popular. No entanto, nenhum desses argumentos foi levantado no relatório preliminar como suporte fático às recomendações. Pelo contrário, o que se impugnou foi a falta de regulação sobre uma entidade estatal responsável por parcela significativa das operações de emissão privada de valores mobiliários conversíveis em ações durante o período 2008 a 2015. A equipe sabe muito bem que a BNDESPAR é companhia aberta anômala, uma vez que possui apenas um acionista, o BNDESPAR, empresa pública federal que, por sua vez, possui como única acionista a União. Além disso, a equipe também sabia que a BNDESPAR não tem ações negociadas em bolsa de valores, mas tem debêntures emitidas no mercado brasileiro de valores mobiliários.

566. Adicionalmente, a carteira de empresas investidas pela BNDESPAR que são companhias abertas exibe forte correlação com o principal índice de desempenho da B3, pelo que as ações regulares de supervisão já seriam suficientes para dar conta das especificidades da regulação sobre a companhia. Quanto a esse argumento, consideramos que reforça nossa percepção do efeito sistêmico dos investimentos da entidade pública sobre o mercado de capitais brasileiro, em particular, sobre o mercado de valores mobiliários. Esse papel destacado está a merecer ações específicas de supervisão da parte da reguladora do mercado de valores mobiliários. Sobretudo, porque, a partir de 2008 (Crise do Supprime), a BNDESPAR foi o principal veículo por meio do qual o Estado brasileiro adquiriu relevantes participações minoritárias, entre 5% e 20% do capital social, em grandes empresas privadas e, às vezes, superiores a 20%, como, por exemplo, a JBS.

567. Não obstante divergir sobre a necessidade de introduzir em seu SBR ações específicas de supervisão sobre a BNDESPAR, a autarquia federal abre a porta para o incremento de ações conjuntas de cooperação interinstitucionais. Trata-se de uma oferta meritória, que não obsta ações independentes.

568. Ante tal posicionamento, propor-se-á recomendação à CVM no sentido de recomendar à CVM que implemente ações regulatórias voltadas especificamente às operações de reorganização societária que tenham a companhia aberta BNDESPAR como sócia com participação relevante ou cujas companhias envolvidas sejam coligadas ao BNDESPAR (item 543) e ações regulatórias voltadas especificamente às operações de emissão privada de valores mobiliários conversíveis em ações ou conversão de ações, aumentos de capital por subscrição privada e transações com partes relacionadas que tenham a companhia aberta BNDESPAR como sócia com participação relevante ou cujas companhias envolvidas sejam coligadas ao BNDESPAR ou, ainda, que tenham sido estruturadas com a participação ou a interveniência do BNDESPAR (item 555), inclusive, por meio de convênio de cooperação com o Tribunal de Contas da União, com o objetivo de implementar ações de controle conjunto sobre as sociedades de economia mista federais que ostentam a qualidade de companhias abertas. A proposta de recomendação tem finalidade essencialmente colaborativa, uma vez constatada a oportunidade de melhoria na gestão regulatória da autarquia federal.

III.3.11. Proposta definitiva de encaminhamento

569. Recomendar à Comissão de Valores Mobiliários, com fundamento no art. 43, inciso I, da Lei 8.443/1992, combinado com o art. 250, inciso III, do Regimento Interno do Tribunal de Contas da União (RITCU), que implemente ações regulatórias voltadas especificamente às operações de reorganização societária que tenham a companhia aberta BNDESPAR como sócia com participação relevante ou cujas companhias envolvidas sejam coligadas ao BNDESPAR (item 543) e ações

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

regulatórias voltadas especificamente às operações de emissão privada de valores mobiliários conversíveis em ações ou conversão de ações, aumentos de capital por subscrição privada e transações com partes relacionadas que tenham a companhia aberta BNDESPAR como sócia com participação relevante ou cujas companhias envolvidas sejam coligadas ao BNDESPAR ou, ainda, que tenham sido estruturadas com a participação ou a interveniência do BNDESPAR (itens 565 a 569), inclusive, mediante o incremento do regime de cooperação com o Tribunal em ações de controle conjunto, por meio de convênio de cooperação com o Tribunal de Contas da União (itens 565 a 569).

III.4. Indícios de insuficiente sanção dos casos de uso de informação relevante não divulgada ao mercado.

III.4.1. Descrição do achado

570. Indícios de atuação sancionatória insuficiente (ou ineficaz, em relação a grandes agentes de mercado) na supervisão e fiscalização dos casos de uso de informação relevante não divulgada ao mercado. Fragilidades na capacidade da CVM de averiguar se os fatos relevantes são divulgados pelas companhias abertas a contento, bem como na capacidade de fiscalizar e sancionar (punir) a realização de transações com uso de informação relevante não divulgada ao mercado (que podem ensejar oscilações atípicas nas cotações dos preços dos valores mobiliários).

III.4.2 Situação encontrada

571. Considerando os mandatos legais da CVM para proteger os investidores e assegurar a eficiência do mercado, a segunda questão de auditoria relacionou-se com a atuação da CVM (por iniciativa própria, do autorregulador ou por demanda) no sentido de supervisionar, fiscalizar e sancionar, de forma tempestiva, razoável e abrangente, administradores e pessoas físicas ou jurídicas nos casos de uso de informação relevante não divulgada ao mercado e outras possíveis transações ilegais (manipulação de preços, criação de condições artificiais de oferta ou demanda, operação fraudulenta e prática não equitativa nos mercados regulamentados pela autarquia).

572. Outra questão buscou responder se a CVM atua de forma razoável, tempestiva e abrangente no sentido de supervisionar e fiscalizar se os fatos relevantes são devidamente divulgados pelas companhias abertas e se há negociações ilegais (que podem ensejar oscilações atípicas) em períodos que antecedem a divulgação de fatos relevantes, impondo as eventuais sanções correspondentes.

573. Em função da necessidade de diminuir a abrangência do escopo, por razões de materialidade e significância optou-se por focar especificamente nos seguintes aspectos: (i) oscilações atípicas e tratamento dado pela supervisão da CVM às oscilações atípicas; (ii) casos de uso de informação relevante não divulgada ao mercado ('insider trading'); e (ii) necessidade de divulgação de fatos relevantes. Além da análise da atuação da autarquia de forma abstrata nos três aspectos mencionados, foram observados também alguns casos concretos.

574. Primeiramente, tendo em vista alguns casos de supostas irregularidades apontadas no âmbito de processos do TCU, relacionadas à temática em questão, buscou-se responder se a CVM teria atuado no caso da aquisição da National Beef Packing Co pelo grupo JBS (TCs 034.931/2015-5 e 030.083/2017-6) e no caso envolvendo participações acionárias do Grupo X (TC 023.792/2015-9).

575. Em segundo lugar, procurou-se responder se a CVM teria atuado no sentido de cumprir as determinações e recomendações exaradas no âmbito do Acórdão 952/2014 (TC 020.818/2013-0), também relacionadas à temática em questão.

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

576. Considerando o acima disposto, far-se-á abaixo, com base em publicações acadêmicas sobre o assunto, uma necessária explicação sobre aspectos conceituais referentes ao uso de informações relevantes não divulgadas ao mercado. O apanhado abrange tanto os fundamentos quanto eventuais críticas por trás da proibição ao 'insider trading', explicações sem as quais a análise ficaria prejudicada. Na sequência será descrita a atuação da CVM no combate ao 'insider trading', primeiramente de modo abstrato, e em seguida contemplando alguns casos concretos.

Aspectos conceituais referentes ao uso de informação relevante não divulgada ao mercado

577. Os parágrafos (itens) a seguir estão reproduzindo, em alguns casos, com pequenas alterações, trechos da monografia intitulada "'insider trading' e o Mercado de Capitais: tratamento legal, casos concretos e a ineficiência econômica de seu combate", escrita por Luiz Felipe Gonçalves Cordeiro.

> *578. O 'insider trading' está relacionado ao fenômeno da evolução da empresa moderna, mais precisamente à separação entre propriedade (acionária) e gestão (ou poder de comando empresarial).*
>
> *579. Em um primeiro momento, o fundador da empresa era, regra geral, o acionista controlador, possuindo o poder de determinar os rumos da companhia. Nesta fase, empresa e empresário se confundiam. Num segundo momento, contudo, há uma profissionalização da gestão e as empresas passam a conhecer um novo ator em sua estrutura organizacional, qual seja o administrador profissional.*
>
> *580. Para Francisco Antunes Maciel Mussnich (A utilização desleal de informações privilegiadas – 'insider trading' – no Brasil e nos Estados Unidos), esta separação de poder entre propriedade e gestão, aliada à necessidade de a empresa atrair somas de capital dos investidores, alertou a comunidade jurídica e econômica para um novo e complicado problema, qual seja a utilização desleal de informações privilegiadas por parte dos administradores, gerando a necessidade da criação de novos institutos jurídicos, para a proteção dos investidores, credores e terceiros (Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo: n. 34, ano XVIII, abr.-jun., 1979).*
>
> *581. De acordo com Nelson Eizirik, Ariádna Gaal, Flávia Parente e Marcus Henriques (Mercado de Capitais – regime jurídico. 2 ed., revisada e atualizada. Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 536), o 'insider trading' consiste na utilização de informações relevantes sobre valores mobiliários, por parte de pessoas que, por força de sua atividade profissional, estão "por dentro" dos negócios da emissora, para transacionar com os valores mobiliários antes que tais informações sejam de conhecimento público. Pode ser definido também como a utilização de informação relevante capaz de afetar a negociação de valores mobiliários antes de ser ela divulgada aos demais investidores, por pessoa que a tenha obtido, normalmente, por força de relação profissional mantida com a companhia.*
>
> *582. 'insider trading' é comumente traduzido no Brasil como "negociação com base em informações privilegiadas" ou "uso indevido de informações privilegiadas". Luiz Felipe Gonçalves Cordeiro ressalva que nem todas as operações realizadas por insiders caracterizam uso indevido de informações privilegiadas, como, por exemplo, seria o caso de um diretor que negocia ações da empresa que administra em conformidade com a política de [bonificação e de] negociação estabelecida pela companhia, [fora dos períodos vedados em lei ou em norma específica].*

Objetivos do combate ao 'insider trading'

> *583. A compreensão dos objetivos e princípios da regulação do mercado de capitais brasileiro mostra-se de suma importância porque é a partir desses objetivos e princípios que toda a legislação de combate ao 'insider trading' se origina, notadamente após 2001, quando a Lei n° 6.385/76 foi*

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

modificada pela Lei 10.303/2001, para, dentre outras mudanças, incluir como objetivo expresso da regulação do mercado de capitais o combate ao "uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários" (alínea c do inciso IV do artigo 4º).

584. Os objetivos que estão mais diretamente relacionados às normas de combate ao 'insider trading' são aqueles que buscam a proteção do investidor e a eficiência do mercado.

585. Em certa medida, a proteção ao investidor – aquele que aplica seus recursos financeiros nos valores mobiliários emitidos publicamente e negociados no mercado – está intimamente ligada à proteção do mercado. Isso porque os investidores devem poder acreditar que seus retornos em aplicações no mercado de capitais estarão razoavelmente ligados aos riscos dos investimentos. Caso contrário, tenderão a não aplicar, ou a retirar seus recursos deste segmento de mercado buscando outras opções de investimento.

586. A regulação não consegue eliminar por completo os riscos, pois eles são inerentes ao mercado de capitais, mas é desejável que a regulação desempenhe um papel fundamental na diminuição de riscos derivados de comportamentos ilícitos, ou seja, comportamentos que tornem artificiais as cotações dos títulos negociados e que abalem a confiança dos investidores.

587. Parte majoritária da doutrina jurídica e econômica acredita que a proibição de negociação com base em informações privilegiadas é uma das principais proteções que poderia se conferir aos investidores. No entanto, outra corrente, com foco nos aspectos econômicos, sustenta que o 'insider trading' não representa uma ameaça aos investidores. Pelo contrário, os investidores estariam mais protegidos, ou seja, negociariam em melhores condições de mercado se o uso de informações privilegiadas fosse permitido.

588. Independentemente da corrente a ser adotada quanto aos efeitos benéficos ou maléficos do 'insider trading', fato é que a proteção aos investidores figura como um dos principais objetivos da regulação do mercado de capitais. O segundo objetivo da regulação do mercado de capitais, intimamente ligado à discussão do combate ao 'insider trading', é a busca por um mercado eficiente (mercado no qual os preços sempre refletem precisamente as informações disponíveis).

589. A doutrina majoritária sustenta que a negociação com base em informações privilegiadas tenderia a reduzir o nível de eficiência do mercado, uma vez que determinado grupo de pessoas negociaria com base em informações não disponíveis ao público e, portanto, não refletidas na cotação dos valores mobiliários negociados [senão após tal uso e na proporção de tal uso]. Em sentido oposto, os defensores do 'insider trading' argumentam que o uso de informações privilegiadas conferiria maior eficiência ao mercado, uma vez que informações ainda não divulgadas poderiam ser incorporadas ao preço dos valores mobiliários de forma mais rápida caso aqueles que as possuíssem pudessem com base nelas negociar. [Evidentemente, nessa hipótese, os defensores da ideia olvidam os lucros extraordinários que poderiam ser auferidos por quem se utilizasse de informações privilegiadas, em prejuízo de quem com eles negociasse sem o conhecimento de tais informações].

Relação entre 'insider trading' e necessidade de divulgação de informações

590. Tanto a proteção dos investidores quanto a busca por um mercado de capitais eficiente estão intimamente relacionados à legislação de disclosure, isto é, às regras que exigem a ampla e completa divulgação de informações pelos emissores de valores mobiliários no mercado de capitais. [Nessa perspectiva,] a informação é o principal bem jurídico tutelado pela intervenção estatal no mercado de capitais.

591. Dessa forma, mostra-se relevante verificar como as discussões sobre a assimetria informacional e o princípio do full and fair disclosure relacionam-se com as questões envolvendo a negociação com base em informações privilegiadas.

592. Conforme visto, o mercado de capitais seria eficiente se a cotação dos valores mobiliários sofresse reflexos imediatos advindos das informações disponíveis sobre as companhias

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

emissoras e dos demais fatores externos que nelas possam influir. Quanto mais rápido é o reflexo, mais eficiente é o mercado.

593. Para que um mercado fosse completamente eficiente, todos os efetivos formadores de preço deveriam ter acesso a todas as informações relevantes sobre as companhias emissoras de maneira ampla, irrestrita e ao mesmo tempo, para equilibrar as regras do jogo. No entanto, por vários motivos, na realidade, nem todas as informações que podem afetar o preço dos valores mobiliários negociados no mercado de capitais estarão sempre disponíveis para todos os investidores de forma equânime.

594. Em princípio, identificam-se ao menos três razões para que as informações não estejam imediata e simultaneamente disponíveis a todos. Primeiramente, é possível que as companhias emissoras de valores mobiliários falhem em divulgar certas informações, mesmo quando tal divulgação seja imposta por força da regulamentação vigente. Além disso, a própria lei permite às vezes que determinadas informações sejam mantidas em sigilo quando sua divulgação for prejudicial às companhias. Finalmente, mesmo que a informação seja corretamente divulgada, é possível que haja certa demora até que a mesma esteja amplamente disseminada entre todos os investidores. Assim, pode-se afirmar que a assimetria informacional, ou a desigualdade de informações detidas pelos diversos investidores no mercado de capitais, é uma possibilidade concreta nesse mercado.

595. Para os que advogam a tolerância com a informação privilegiada, seria ingênuo pensar que todos os investidores em um mercado possuem o mesmo nível de informação. Para eles, se assim o fosse, os mercados perderiam a razão de existir para os especuladores, que dão liquidez aos mercados, pois haveria pouco ou nenhum incentivo para comprar ou vender os produtos nele negociados com intuito exclusivo do lucro imediato com base apenas no giro e na oportunidade. Em última análise, o incentivo que os especuladores teriam para adquirir novas informações tenderia a se reduzir, caso a oportunidade de lucrar em virtude de tais informações fosse eliminada. Consequentemente, sem incentivo para adquirir novas informações, os mercados perderiam parte de agentes econômicos ativos, e, dessa perspectiva, perderiam parte supostamente importante de operadores que contribuiriam para preservar a função dos mercados de proporcionar sinalizações sobre o preço dos produtos nele negociados para os diversos participantes da economia.

596. Visando, porém, abrandar a assimetria de informações, legisladores dos países com mercados de capitais razoavelmente desenvolvidos, como o Brasil, passaram a adotar e a aprimorar ao longo do tempo um mecanismo de divulgação ampla, irrestrita e completa de informações, conhecido por sua expressão em inglês, "full and fair disclosure".

597. Dessa perspectiva, a divulgação de informações pelas companhias emissoras de valores mobiliários junto ao público torna-se sobremaneira relevante. A companhia aberta, além das relações com os investidores do mercado que são seus acionistas, mantém, pelo fato de participar do mercado como emissora de valores mobiliários negociados mediante oferta pública, relações com todos os investidores do mercado.

598. Assim, ao direito subjetivo do acionista à informação, ao qual corresponde o dever da sociedade de facilitar as informações, aparece hoje um dever mais amplo, um dever de informação ao público, precisamente a cargo daquelas sociedades que apelam à poupança popular, levando suas ações à bolsa. Em tal caso, a marcha dos negócios da sociedade não interessa somente aos acionistas, mas interessa também ao público em geral, a todos os cidadãos que podem, talvez, querer ser acionistas adquirindo ações da sociedade em questão, e que, portanto, têm direitos de serem informados do que ocorre no seio das sociedades que têm títulos e valores mobiliários negociados em mercados regulamentados. O direito individual converteu-se em direito público.

599. Por tudo isso, verifica-se que as normas que regulam o mercado de capitais instituem o chamado sistema de disclosure, obrigando os administradores das companhias abertas a divulgarem ao mercado, de forma periódica e sistemática, uma série de informações, tais como demonstrações financeiras, relatórios, balanços e quaisquer outras informações reputadas como de caráter relevante, como, por exemplo, os comunicados ao mercado.

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

600. O sistema de disclosure pode ser entendido como a obrigação legalmente estabelecida aos administradores e a todos os que se envolvem na distribuição de valores mobiliários de se promover a revelação de informações importantes a respeito das companhias abertas, de modo a permitir que os investidores, de posse das informações disponíveis, analisem o desempenho das ações e demais valores mobiliários eventualmente negociados e realizem seus investimentos da forma que melhor entenderem.

601. No entanto, para que o sistema de disclosure atenda a seus objetivos, é preciso que as informações sejam divulgadas de forma ampla, isto é, disseminadas entre os investidores, permitindo que os mesmos tenham acesso rápido às novas informações. Daí falar-se em full disclosure (divulgação ampla e completa de informações). Além disso, as informações divulgadas devem ser verdadeiras e claras, de forma a não encobrir nenhum fato importante que deva ser divulgado. É desse pressuposto que nasce o fair disclosure, que juntamente com o primeiro, forma o princípio do full and fair disclosure.

602. Dentre os principais benefícios do sistema de disclosure, a doutrina comumente aponta que (i) o mercado seria um lugar mais justo para se investir; (ii) o mercado seria um lugar menos arriscado para se investir; e (iii) os recursos seriam alocados de forma mais eficiente.

603. Por outro lado, o sistema do disclosure não esteve – e ainda não está – imune a críticas. De fato, os investidores comuns não possuem a mesma capacidade técnica e financeira para processar as informações divulgadas pelas companhias abertas. Por essa razão discute-se a possibilidade de uma prestação de informações em relatórios mais simples e seletivos. Entretanto, essa divulgação simplificada de informações geraria outro problema, uma vez que tenderia a mascarar e esconder dados, tendo em vista que as empresas e o mercado em que elas atuam são ambientes complexos.

604. Dessa forma, optou-se por um sistema de disclosure mais detalhado, de forma a garantir o amplo acesso às informações por todos os investidores, embora tenha-se reconhecido que tal medida tenderia a favorecer os investidores profissionais, em detrimento dos investidores não profissionais.

605. Outra crítica relativa ao sistema de disclosure está relacionada aos custos que esse sistema implica para as companhias abertas. Além dos gastos com a contratação de consultorias especializadas, publicação das informações, pagamento de taxas e com a necessidade constante de atualização dos dados fornecidos, há também um custo não operacional, relativo à perda de vantagem competitiva, uma vez que os fornecedores e concorrentes teriam a chance de se beneficiar da ampla quantidade de informações financeiras da companhia. Os altos custos com o sistema de disclosure tenderia a reduzir o retorno dos investimentos (os custos, em casos extremos e extraordinários, superariam os benefícios).

606. Atualmente, os contornos fundamentais do sistema de disclosure estão estabelecidos nas leis n. 6.404/76 e n. 6.385/76. O Art. 157 da Lei n° 6.404/76 estabelece para os diretores e membros do conselho de administração o chamado "dever de informar". Juntamente com o dever de diligência e o dever de lealdade, previstos nos Arts. 153 a 156 da Lei n° 6.404/76, o dever de informar constitui uma das principais imposições feitas pela lei aos administradores de uma companhia.

607. Além disso, o princípio do full and fair disclosure encontra previsão em diversos dispositivos da Lei n° 6.385/76, sendo os principais deles os Arts. 4°, VI; 8°, III; 19; 20 e 22, §1°. Em vista de tais poderes, a CVM editou a Instrução CVM 358/02, que trata da divulgação e do uso de informações sobre o ato ou fato relevante relativo às companhias abertas. Tal regulamentação sofreu diversas alterações ao longo do tempo (pelas Instruções 369/02; 449/07; 547/14, 552/14, 568/15, 590/17 e 604/18).

608. O princípio do disclosure não se esgota apenas com a prestação de informações: é preciso que paralelamente medidas sejam tomadas para que todos os investidores potenciais tenham, ao mesmo tempo, acesso às novas informações, impedindo-se assim que os administradores, altos empregados e acionistas controladores, utilizem-se em proveito próprio de informações

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

colhidas em primeira mão por força da posição que ocupam. A repressão ao insider tradig é, destarte, corolário natural da adoção do princípio do disclosure na regulação do mercado de valores. O dever de informar configura-se como parte complementar e indispensável na repressão ao uso da informação privilegiada.

Aspectos legais do combate ao 'insider trading' e normativos da CVM

609. O principal objetivo das normas de combate ao 'insider trading' é evitar que pessoas, direta ou indiretamente relacionadas com a empresa, possam auferir ganhos patrimoniais extraordinários, através da prevalência do conhecimento de atos ou fatos importantes, e reservados, sobre mutações essenciais na vida da companhia.

610. O combate ao 'insider trading' é realizado mediante normas preventivas e repressivas. As normas preventivas estão intimamente ligadas à promoção do sistema de disclosure referido acima, de forma a assegurar a necessária visibilidade às operações realizadas no mercado de capitais, impondo também aos insiders a obrigação de informar as operações por eles realizadas. As normas repressivas, por seu turno, vedam o uso de informações privilegiadas, cominando sanções de natureza civil, administrativa e penal.

611. O dispositivo da Lei n° 6.404/76 de natureza preventiva à prática do 'insider trading' é o Art. 157, que, inspirado no "duty of disclosure" do direito societário norte-americano, instituiu o "dever de informar" para os administradores das companhias abertas:

> *Art. 157. O administrador de companhia aberta deve declarar, ao firmar o termo de posse, o número de ações, bônus de subscrição, opções de compra de ações e debêntures conversíveis em ações, de emissão da companhia e de sociedades controladas ou do mesmo grupo, de que seja titular.*
> *§1º O administrador de companhia aberta é obrigado a revelar à assembléia-geral ordinária, a pedido de acionistas que representem 5% (cinco por cento) ou mais do capital social:*
> *a) o número dos valores mobiliários de emissão da companhia ou de sociedades controladas, ou do mesmo grupo, que tiver adquirido ou alienado, diretamente ou através de outras pessoas, no exercício anterior;*
> *b) as opções de compra de ações que tiver contratado ou exercido no exercício anterior;*
> *c) os benefícios ou vantagens, indiretas ou complementares, que tenha recebido ou esteja recebendo da companhia e de sociedades coligadas, controladas ou do mesmo grupo;*
> *d) as condições dos contratos de trabalho que tenham sido firmados pela companhia com os diretores e empregados de alto nível;*
> *e) quaisquer atos ou fatos relevantes nas atividades da companhia.*
> *§2º Os esclarecimentos prestados pelo administrador poderão, a pedido de qualquer acionista, ser reduzidos a escrito, autenticados pela mesa da assembléia, e fornecidos por cópia aos solicitantes.*
> *§ 3º A revelação dos atos ou fatos de que trata este artigo só poderá ser utilizada no legítimo interesse da companhia ou do acionista, respondendo os solicitantes pelos abusos que praticarem.*
> *§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 companhia.*
> *§5º Os administradores poderão recusar-se a prestar a informação (§ 1º, alínea e), ou deixar de divulgá-la (§ 4º), se entenderem que sua revelação porá em risco interesse legítimo da companhia, cabendo à Comissão de Valores Mobiliários, a pedido dos administradores, de qualquer acionista, ou por iniciativa própria, decidir sobre a prestação de informação e responsabilizar os administradores, se for o caso.*
> *§6º Os administradores da companhia aberta deverão informar imediatamente, nos termos e na forma determinados pela Comissão de Valores Mobiliários, a esta e às bolsas de valores ou entidades do mercado de balcão organizado nas quais os valores mobiliários de emissão da*

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

companhia estejam admitidos à negociação, as modificações em suas posições acionárias na companhia.

612. Um aspecto que merece destaque diz respeito ao disposto no parágrafo 4° deste dispositivo, que obriga os administradores da companhia aberta a divulgarem imediatamente ao mercado qualquer fato relevante ocorrido nos negócios da companhia que possa influir a decisão dos investidores de comprar ou vender valores mobiliários de sua emissão. Com isso, busca a lei, dentre outros fins, prevenir que os administradores atrasem a divulgação de informações relevantes ao mercado visando delas se aproveitar mediante a negociação de valores mobiliários que ainda não refletem em seu preço o impacto de tais informações.

613. Além do Art. 157, a Lei n° 6.404/76 traz, ainda, pelo menos outros dois dispositivos que também cumprem um caráter preventivo no combate ao 'insider trading', quais sejam os Arts. 116-A e 260.

> *Art. 116-A. O acionista controlador da companhia aberta e os acionistas, ou grupo de acionistas, que elegerem membro do conselho de administração ou membro do conselho fiscal, deverão informar imediatamente as modificações em sua posição acionária na companhia à Comissão de Valores Mobiliários e às Bolsas de Valores ou entidades do mercado de balcão organizado nas quais os valores mobiliários de emissão da companhia estejam admitidos à negociação, nas condições e na forma determinadas pela Comissão de Valores Mobiliários.*
> *(...)*
> *Art. 260. Até a publicação da oferta, o ofertante, a instituição financeira intermediária e a Comissão de Valores Mobiliários devem manter sigilo sobre a oferta projetada, respondendo o infrator pelos danos que causar.*

614. Em relação às normas repressivas, ressalte-se que a prática de 'insider trading' é um dos focos de ação da CVM, constituindo tanto infração administrativa, tipificada no artigo 155 da lei 6.404/76 e no artigo 13 da IN CVM 358/2002, quanto ilícito penal, conforme artigo 27-D da lei 6.385/76.

615. O artigo 155 da lei 6.404/76 é conhecido como "dever de lealdade", representando, entre outras coisas, norma de caráter repressivo contra o 'insider trading':

> *Art. 155. O administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios, sendo-lhe vedado:*
> *I - usar, em benefício próprio ou de outrem, com ou sem prejuízo para a companhia, as oportunidades comerciais de que tenha conhecimento em razão do exercício de seu cargo;*
> *II - omitir-se no exercício ou proteção de direitos da companhia ou, visando à obtenção de vantagens, para si ou para outrem, deixar de aproveitar oportunidades de negócio de interesse da companhia;*
> *III - adquirir, para revender com lucro, bem ou direito que sabe necessário à companhia, ou que esta tencione adquirir.*
> *§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.*
> *§2º O administrador deve zelar para que a violação do disposto no § 1º não possa ocorrer através de subordinados ou terceiros de sua confiança.*
> *§3º A pessoa prejudicada em compra e venda de valores mobiliários, contratada com infração do disposto nos §§ 1° e 2°, tem direito de haver do infrator indenização por perdas e danos, a menos que ao contratar já conhecesse a informação.*
> *§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.*

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

616. Além das vedações elencadas nos incisos I a III, que não estão diretamente relacionadas ao combate ao 'insider trading', o parágrafo 1° do Art. 155 impõe aos administradores o dever de sigilo, vedando, ainda, a utilização de informações ainda não divulgadas para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante a compra ou venda de valores mobiliários.

617. De acordo com Nelson Eizirik (EIZIRIK, Nelson Laks; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de Capitais – regime jurídico. 2. ed. (revisada e atualizada). Rio de Janeiro: Renovar, 2008. p. 447-448), o dever de sigilo comporta dois aspectos, sendo o primeiro deles relacionado à manutenção de reserva sobre os negócios da companhia, principalmente quando a divulgação da informação ao público possa causar prejuízos à sociedade, e o segundo relativo à vedação ao 'insider trading'.

618. Segundo referido autor, o art. 155, §1° da Lei 6.404/76 deve ser interpretado conjuntamente com o disposto no parágrafo 4° do Art. 157, de modo que da leitura conjunta dos dispositivos exsurge o dever do "insider" de divulgar ou abster-se de utilizar a informação em proveito próprio. Assim, estando o administrador na posse de informação relevante, sua obrigação fundamental é revelá-la ao público, em razão do princípio fundamental do "disclosure". Porém, enquanto tal informação não for divulgada ao público, ele fica proibido de negociar com valores mobiliários de emissão da companhia.

619. Estavam abrangidos na vedação, por força de dispositivos legais, membros do Conselho de Administração, membros da diretoria, membros de quaisquer órgãos criados pelo estatuto com funções técnicas ou destinados a aconselhar os administradores, e membros do conselho fiscal.

620. Com a reforma da Lei n° 6.404/76 ocorrida em 2001, o parágrafo 4° do Art. 155 também passou a vedar 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. O parágrafo 4° do Art. 155 ampliou o rol de pessoas que podem ser responsabilizadas pelo uso de informações privilegiadas, abarcando pessoas não diretamente ligadas à companhia.

621. Apesar de o combate ao 'insider trading' por meio de normas emanadas pela CVM ter se iniciado em 1979, com a Instrução CVM n° 8/79, e, posteriormente, com a edição da Instrução CVM n° 31/84, é somente em 2001, com a reforma promovida na Lei n° 6.385/76 pela Lei n° 10.303/01, que a proteção dos investidores contra o uso de informações privilegiadas passa a constar expressamente na Lei n° 6.385/76 como um objetivo a ser seguido pela CVM.

622. A principal inovação no combate ao 'insider trading' trazida pela Lei n° 10.303/01 e incorporada à Lei n° 6.385/76 diz respeito à inclusão do Art. 27-D, que criminalizou a utilização de informação privilegiada por certas pessoas, notadamente aquelas que têm acesso a informações relevantes e confidenciais e que, ao mesmo tempo, têm o dever de manter sigilo sobre elas.

623. A Instrução CVM n° 358/02 é o normativo que, atualmente, regula e preenche os contornos genéricos sobre 'insider trading' traçados pela Lei n° 6.404/76 e pela Lei n° 6.385/76, além de trazer regras sobre a prestação de informações pelas companhias abertas.

624. A vedação ao 'insider trading' encontra-se capitulada no Art. 13 da Instrução CVM n° 358/02, sendo este o principal dispositivo de caráter repressivo ao uso de informações privilegiadas:

> *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.*

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

§1° - 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.
§2° - 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.
§3° - A vedação do caput também prevalecerá:
I – se existir a intenção de promover incorporação, cisão total ou parcial, fusão, transformação ou reorganização societária; e
II – em relação aos acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores e membros do conselho de administração, sempre que estiver em curso a aquisição ou a alienação de ações de emissão da companhia pela própria companhia, suas controladas, coligadas ou outra sociedade sob controle comum, ou se houver sido outorgada opção ou mandato para o mesmo fim.
§4º - Também é vedada a negociação pelas pessoas mencionadas no caput no período de 15 (quinze) dias que anteceder a divulgação das informações trimestrais (ITR) e anuais (DFP) da companhia, ressalvado o disposto no §2º do art. 15-A.
§5° - As vedações previstas no caput e nos §§1°, 2°, e 3°, inciso I, deixarão de vigorar tão logo a companhia divulgue o fato relevante ao mercado, salvo se a negociação com as ações puder interferir nas condições dos referidos negócios, em prejuízo dos acionistas da companhia ou dela própria.
§6º - A vedação prevista no caput não se aplica à aquisição de ações que se encontrem em tesouraria, através de negociação privada, decorrente do exercício de opção de compra de acordo com plano de outorga de opção de compra de ações aprovado em assembleia geral, ou quando se tratar de outorga de ações a administradores, empregados ou prestadores de serviços como parte de remuneração previamente aprovada em assembleia geral.
§7° - As vedações previstas no caput e nos §§1° a 3° não se aplicam às negociações realizadas 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, de acordo com procedimentos previstos nos termos do art. 15-A.

625. O caput do art. 13 da Instrução 358/2002 regulamentou a vedação imposta aos insiders típicos, quais sejam os diretores, conselheiros, membros do conselho fiscal, acionista controlador e membros de outros órgãos internos da companhia criados pelo estatuto. Já o parágrafo 1° do Art. 13 da Instrução CVM n° 358/02 regulamentou a nova norma do § 4° do art. 155 da Lei das S/A destinada a alcançar "quaisquer pessoas" que tivessem acesso à informação privilegiada.

626. Ademais, o parágrafo 4° do Art. 13 da Instrução CVM n° 358/02 traz uma vedação adicional à negociação de valores mobiliários no período de quinze dias que anteceder a divulgação das informações trimestrais (ITR) e anuais (DFP) da companhia. Durante este período de vedação, conhecido pelo jargão em inglês "black-out period", há uma presunção absoluta de que as pessoas mencionadas no caput do art. 13 detêm informações relevantes sobre a companhia relativas à sua situação financeira, não podendo, portanto, negociar com valores mobiliários de sua emissão.

627. Além dos comandos eminentemente repressivos trazidos pelo Art. 13 da Instrução CVM n° 358/02, diversos outros dispositivos da referida Instrução cumprem o papel de normas preventivas contra o 'insider trading' (artigos 8º, 11 e 12). Outro normativo utilizado no combate ao 'insider trading' é a Instrução CVM n° 400/03, que teve como principal finalidade assegurar a proteção dos interesses do público investidor e do mercado em geral, através do tratamento equitativo aos ofertados e de requisitos de ampla, transparente e adequada divulgação de informações sobre a oferta,

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

os valores mobiliários ofertados, a companhia emissora, o ofertante e demais pessoas envolvidas. Tal normativo é tratado com mais detalhes na parte do relatório referente às ofertas públicas.

628. De acordo com o arcabouço regulatório atualmente em vigor, a utilização de informação relevante antes de sua divulgação ao mercado pode ensejar responsabilidade civil, administrativa e penal. Considerando a atuação da CVM, restringiremos o foco à responsabilidade administrativa.

629. Para cumprir o objetivo previsto no Art. 4°, IV, alínea "c", da Lei n° 6.385/76, o Art. 9°, V, da mesma lei confere à CVM competência para "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". Em complemento a tal dispositivo, o Art. 11 da Lei n° 6.385/76 prevê atualmente o seguinte:

> *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:*
> *I - advertência;*
> *II - multa;*
> *III – (revogado);*
> *IV - 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;*
> *V - suspensão da autorização ou registro para o exercício das atividades de que trata esta Lei;*
> *VI - inabilitação temporária, até o máximo de 20 (vinte) anos, para o exercício das atividades de que trata esta Lei;*
> *VII - proibição temporária, até o máximo de 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;*
> *VIII - proibição temporária, até o máximo de dez anos, de atuar, direta ou indiretamente, em uma ou mais modalidades de operação no mercado de valores mobiliários.*
> *§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.*
> *§2º Nas hipóteses de reincidência, poderá ser aplicada multa de até o triplo dos valores fixados no § 1º deste artigo.*
> *§3º As penalidades previstas nos incisos IV, V, VI, VII e VIII do caput deste artigo somente serão aplicadas nos casos de infração grave, assim definidas em normas da Comissão de Valores Mobiliários, ou nos casos de reincidência.*
> *§ 4º As penalidades somente serão impostas com observância do procedimento previsto no § 2º do art. 9º desta Lei, cabendo recurso para o Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional.*
> *§ 5º A Comissão de Valores Mobiliários, após análise de conveniência e oportunidade, com vistas a atender ao interesse público, poderá deixar de instaurar ou suspender, em qualquer fase que preceda a tomada da decisão de primeira instância, o procedimento administrativo destinado à apuração de infração prevista nas normas legais e regulamentares cujo cumprimento lhe caiba fiscalizar, se o investigado assinar termo de compromisso no qual se obrigue a:*
> *I - cessar a prática de atividades ou atos considerados ilícitos pela Comissão de Valores Mobiliários; e*
> *II - corrigir as irregularidades apontadas, inclusive indenizando os prejuízos. (...)"*

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

630. Da leitura conjunta dos arts. 9°, inciso V, e 11, caput, pode-se concluir que administradores, membros do conselho fiscal, acionistas de companhias abertas, intermediários e demais participantes do mercado que infringirem a Lei n° 6.385/76, a Lei n° 6.404/76 e as Instruções e demais normativos expedidos pela CVM, bem como outras normas legais cujo cumprimento incumba à CVM fiscalizar, estarão sujeitos às sanções disciplinares previstas na Lei n° 6.385/76. Na prática, contudo, tem-se mostrado difícil a responsabilização, conforme será visto adiante.

631. Conforme exposto acima, a proibição ao uso de informações privilegiadas está, basicamente, prevista em dois diplomas principais, quais sejam a Lei n° 6.404/76 (Art. 155, §§1° e 4°) e a Instrução CVM n° 358/02 (Art. 13, caput e §§1° a 4°). Assim, aqueles que se utilizam de informações relevantes e sigilosas para negociar com ações da companhia infringem tais diplomas, sujeitando-se, portanto às sanções administrativas previstas na Lei n° 6.385/76.

632. Acrescente-se, ainda, que, nos termos do caput do Art. 18 da Instrução CVM n° 358/02, o descumprimento de qualquer dispositivo desta Instrução constitui infração de natureza grave para os fins do § 3° do Art. 11 da Lei n° 6.385/76, estando os infratores sujeitos, portanto, a qualquer uma das penas previstas nos incisos I a VIII do Art. 11 da referida lei.

633. Segundo Modesto Carvalhosa (CARVALHOSA, Modesto. Comentários à Lei das Sociedades Anônimas. 4. ed. São Paulo. Saraiva, 2009. vol. 3, p. 348), muito embora tenha a Comissão de Valores Mobiliários competência para apurar, mediante inquérito administrativo, atos ilegais e práticas não equitativas dos administradores de companhias abertas, não lhe outorga a lei legitimidade ativa para promover as medidas judiciais para responsabilizar civilmente os administradores. Fica, assim, a agência governamental restrita ao âmbito das sanções de natureza administrativa e representação penal. Não adotou, portanto, a sistemática brasileira, o regime norte americano que confere à Securities and Exchange Commission legitimidade para propor ações civis contra os administradores.

634. Dentre as possíveis responsabilidades – civil, administrativa e penal – que se podem atribuir a quem se utiliza de informações privilegiadas, a responsabilidade administrativa, notadamente através da imposição de multa pela CVM, é a mais utilizada no Brasil.

635. Nos termos do Art. 12 da Lei n° 6.385/76, quando o inquérito administrativo instaurado concluir pela ocorrência de crime de ação pública, a CVM deverá oficiar ao Ministério Público, para a propositura da ação penal.

636. Mesmo tipificado expressamente em lei, a responsabilização penal do 'insider trading' ainda encontra alguns obstáculos. O principal deles diz respeito ao sujeito ativo do tipo, uma vez que o Art. 27-D da Lei n° 6.385/76 previu que o crime de uso indevido de informações privilegiadas é cometido por aquele que tenha conhecimento e deva manter sigilo sobre informação relevante ainda não divulgada ao mercado. Aqueles que não têm o dever de manter sigilo não podem, portanto, cometer o crime previsto no Art. 27-D.

637. A doutrina majoritária entende que somente as pessoas acima mencionadas, que por lei ou Instrução da CVM, tem o dever de guardar sigilo, podem ser penalmente responsabilizadas pelo crime de 'insider trading'.

638. Em relação às atribuições da CVM, conforme visto, o art. 9°, V, da Lei n° 6.385/76 confere à autarquia poder para apurar, mediante processo administrativo, infrações à lei 6.385/76, lei 6.404/76; Instruções e demais normativos expedidos pela CVM, e outras normas legais cujo cumprimento incumba à CVM fiscalizar.

639. O inciso VI do mencionado dispositivo prevê que a CVM poderá "aplicar aos autores das infrações indicadas no inciso anterior as penalidades previstas no Art. 11, sem prejuízo da responsabilidade civil ou penal".

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

640. A eventual responsabilização administrativa de uma pessoa que se utiliza de informações privilegiadas não exclui sua responsabilidade civil e penal. Nada impede que, uma vez condenada em âmbito administrativo pela prática de 'insider trading', a mesma pessoa venha a ser responsabilizada na esfera civil, mediante o pagamento de perdas e danos aos eventuais prejudicados, e na esfera criminal, podendo ser condenada a pena de prisão e pagamento de multa.

Doutrina e posição da CVM sobre o 'insider trading'

641. As normas de caráter repressivo ao 'insider trading' proíbem a negociação de valores mobiliários por pessoas que tenham tido acesso a informações privilegiadas. Deve-se buscar junto à doutrina e aos precedentes da CVM o que pode ser considerada uma informação privilegiada para fins de configuração do 'insider trading'.

642. Informações genéricas a respeito de uma indústria ou companhia não podem ser consideradas informações privilegiadas. Informações que representam o conhecimento sobre eventos específicos ou sobre a probabilidade de ocorrência de eventos futuros que possam efetivamente afetar o preço das ações, por sua vez, poderão ser, mas não necessariamente serão, informações privilegiadas.

643. Para que as estas informações constituam verdadeira informação privilegiada, duas condições devem estar presentes: em primeiro lugar, o evento deve ser capaz de, mantidos todos os demais fatores constantes, afetar substancialmente o preço das ações de uma determinada companhia. Além disso, as informações precisam ter a capacidade de "exploração física" por um ou mais indivíduos antes de divulgadas ao público, isto é, deve haver a real possibilidade de uma pessoa ou grupo de pessoas comprar ou vender as ações ou outros valores mobiliários antes que o efeito da nova informação seja refletido no mercado.

644. Mesmo em um mercado onde todas as informações relevantes – sejam as do primeiro tipo ou do segundo tipo – são prontamente divulgadas, a simetria informacional dificilmente será alcançada de forma plena. Mesmo as informações disponíveis a todos os investidores são aproveitadas de formas diferentes pelos diversos participantes do mercado.

645. Não obstante, ainda que o conceito de informação relevante seja extremamente frágil do ponto de vista da sua real contribuição para o processo de equalização do nível informacional no mercado, a doutrina brasileira e os precedentes da CVM passaram a delinear ao longo dos anos os contornos daquilo que poderia ser considerado como uma informação relevante, visando dar mais segurança aos investidores e às próprias companhias abertas sujeitas ao regime do full and fair disclosure.

646. O parágrafo 1° do Art. 155 e o §4° do Art. 157 da Lei n° 6.404/76 trouxeram, pela primeira vez, a ideia de fato relevante, qual seja, aquele fato capaz de "influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários" e de "influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia".

647. Atualmente, o conceito de ato ou fato relevante encontra-se regulamentado de forma mais detalhada pelo Art. 2° da Instrução CVM n° 358/02, que trouxe em seu parágrafo único, ainda, uma lista não taxativa com 22 (vinte e dois exemplos) de atos ou fatos considerados relevantes para os fins da mencionada Instrução:

> *Art. 2º Considera-se relevante, para os efeitos desta Instrução, qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da assembleia 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:*
> *I - na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados;*
> *II - na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários;*

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

III - na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados.
Parágrafo único. Observada a definição do caput, são exemplos de ato ou fato potencialmente relevante, dentre outros, os seguintes:
I - assinatura de acordo ou contrato de transferência do controle acionário da companhia, ainda que sob condição suspensiva ou resolutiva;
II - mudança no controle da companhia, inclusive através de celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas;
III - celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas em que a companhia seja parte ou interveniente, ou que tenha sido averbado no livro próprio da companhia;
IV - ingresso ou saída de sócio que mantenha, com a companhia, contrato ou colaboração operacional, financeira, tecnológica ou administrativa;
V - autorização para negociação dos valores mobiliários de emissão da companhia em qualquer mercado, nacional ou estrangeiro;
VI - decisão de promover o cancelamento de registro da companhia aberta;
VII - incorporação, fusão ou cisão envolvendo a companhia ou empresas ligadas;
VIII - transformação ou dissolução da companhia;
IX - mudança na composição do patrimônio da companhia;
X - mudança de critérios contábeis;
XI - renegociação de dívidas;
XII - aprovação de plano de outorga de opção de compra de ações;
XIII - alteração nos direitos e vantagens dos valores mobiliários emitidos pela companhia;
XIV - desdobramento ou grupamento de ações ou atribuição de bonificação;
XV - aquisição de ações da companhia para permanência em tesouraria ou cancelamento, e alienação de ações assim adquiridas;
XVI - lucro ou prejuízo da companhia e a atribuição de proventos em dinheiro;
XVII - celebração ou extinção de contrato, ou o insucesso na sua realização, quando a expectativa de concretização for de conhecimento público;
XVIII - aprovação, alteração ou desistência de projeto ou atraso em sua implantação;
XIX - início, retomada ou paralisação da fabricação ou comercialização de produto ou da prestação de serviço;
XX - descoberta, mudança ou desenvolvimento de tecnologia ou de recursos da companhia;
XXI - modificação de projeções divulgadas pela companhia;
XXII – pedido de recuperação judicial ou extrajudicial, requerimento de falência ou propositura de ação judicial, de procedimento administrativo ou arbitral que possa vir a afetar a situação econômico-financeira da companhia.

648. O autor Nelson Eizirik (EIZIRIK, Nelson Laks; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de Capitais – regime jurídico. 2. ed. (revisada e atualizada). Rio de Janeiro: Renovar, 2008. p. 541) adverte, porém, que o critério fundamental para configurar um fato relevante não consiste na mera verificação se ele está incluído na relação exemplificativa da Instrução CVM n° 358/2002, mas sim em saber se ele é capaz de produzir as consequências previstas nos incisos do caput do Art. 2° do referido normativo.

649. Para que uma informação seja considerada privilegiada para fins da configuração do 'insider trading', não basta que ela seja relevante. É preciso, também, que a informação em questão seja sigilosa.

650. Os insiders podem ser, basicamente, pessoas que, por força de algum relacionamento mantido com a companhia, têm acesso a informações privilegiadas, isto é, informações relevantes e sigilosas, ou terceiros que, apesar de não manterem relacionamento direto com a companhia, tomam conhecimento de informações privilegiadas a seu respeito. Ao longo dos anos, a doutrina brasileira e a jurisprudência administrativa da CVM, inspiradas no direito norte-americano, passaram a adotar a classificação que divide os insiders em dois grandes grupos, nomeadamente os "insiders primários" e "insiders secundários".

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

651. Os "insiders primários" ou "institucionais" são aqueles que detêm acesso a informação privilegiada em razão de sua condição de acionistas controladores, pelo fato de ocuparem cargo de administração, ou ainda no exercício de uma função, mesmo pública, de uma profissão ou de um ofício, ainda que temporário, que lhes permita o acesso direto a uma informação privilegiada. São as pessoas que recebem, diretamente, a informação privilegiada de sua fonte e têm o conhecimento especializado suficiente para saber que tal informação é relevante.

652. Já os "insiders secundários" (tippees) são aqueles que recebem a informação privilegiada, direta ou indiretamente dos "insiders primários" e não estão obrigados ao dever de sigilo e nem necessariamente sabem que se trata de uma informação privilegiada.

653. No âmbito sancionador, esta classificação dos insiders em duas categorias possui implicações práticas. Para a caracterização do tipo administrativo 'insider trading', o §4° do art. 155 da Lei n° 6.404/76 exige a presença de quatro elementos: (i) a existência de uma "informação relevante ainda não divulgada" ao mercado; (ii) o "acesso" privilegiado a essa informação; (iii) a "utilização" dessa informação "no mercado de valores mobiliários"; e (iv) a "finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem".

654. Logo, na ausência de qualquer dos elementos acima mencionados, não estará configurado o tipo administrativo 'insider trading', não podendo haver, por conseguinte, qualquer sanção por parte da CVM.

655. Entretanto, com base na diferenciação entre insiders primários e secundários, alguns dos elementos exigidos pela Lei n° 6.404/76 são presumidos – por construções jurisprudenciais e pelas normas da CVM – como estando presentes nos casos envolvendo os insiders primários, cabendo ao acusado o ônus de provar sua inexistência.

656. A primeira presunção que recai sobre este grupo de insiders é uma presunção iuris tantum de que, por força da posição que ocupam na companhia ou pela relação que mantém com pessoas a ela ligadas, os insiders primários tiveram acesso a informações relevantes e sigilosas, tornando a eventual negociação com valores mobiliários de emissão da companhia irregular. No entanto, quando a negociação com base em informações privilegiadas envolve um insider secundário (tippee), também chamado de insider de mercado, cabe à acusação provar seu acesso à informação.

657. A partir da análise de precedentes antigos da CVM, verifica-se que a prova de acesso à informação por parte dos insiders secundários é questão complicada. Isto porque, exceto pelos casos em que a acusação logra obter gravações telefônicas ou evidências claras de que houve vazamento de uma informação privilegiada, a prova de acesso a este tipo de informação costuma vir carregada de uma alta dose de subjetivismo, estando normalmente baseada em simples relações de amizade ou parentesco entre a pessoa que supostamente se utiliza da informação e aquela que tem acesso direto a ela.

658. Não por outro motivo, a CVM já absolveu, por mais de uma vez, acusados de 'insider trading' pelo fato de não ter a acusação conseguido provar o efetivo acesso à informação. Mais recentemente, contudo, observam-se precedentes no sentido de não ser necessário demonstrar a forma por meio da qual o insider secundário obteve a informação relevante e sigilosa. No julgamento do PAS (Processo Administrativo Sancionador) CVM 1/2014, o relator destacou que, em linha com outros julgados, não é necessário se demonstrar como os acusados tiveram acesso à informação, desde que os indícios da infração sejam robustos, múltiplos e convergentes.

659. A CVM estabelece em seus julgados algumas presunções, visando a facilitar o julgamento de casos de 'insider trading' que, por sua natureza, costumam ser de grande complexidade, requerendo um volume de informações, documentos e cruzamento de dados bastante significativo. Além de tais presunções, o corpo investigativo da CVM também passou a lançar mão, ao longo dos anos, e na medida

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

em que novos casos envolvendo negociação com base em informações privilegiadas surgiam e eram julgados, de uma série de indícios capazes de fundamentar uma acusação de 'insider trading'.

660. Tais indícios são inúmeros e variam de caso a caso, podendo ser desde uma operação atípica feita por um determinado investidor, uma oscilação repentina e significativa de um determinado papel em um curto período de tempo, até o relacionamento pessoal mantido com determinados participantes do mercado. De posse de uma série de indícios que entenda serem múltiplos, convergentes, e graves, a acusação instaura o processo visando apurar a responsabilidade pelo uso de informações privilegiadas.

661. Os casos envolvendo a utilização de informações privilegiadas mostram-se, em sua grande maioria, cercados de grande complexidade, exigindo da máquina estatal capital humano e financeiro em um volume significativo. Diante disso, faz-se importante avaliar se os julgamentos estão ensejando um poder dissuasório no sentido de amedrontar eventuais negociações a partir do uso de informações relevantes não divulgadas. Essa avaliação, tanto do ponto de vista quantitativo quanto do ponto de vista qualitativo, é feita mais adiante.

Oscilações atípicas e tratamento dado pela CVM

662. Quando uma companhia aberta com ação negociada em bolsa divulga um fato relevante, ou quando fica de amplo conhecimento do mercado alguma informação nova relevante que afete o mercado como um todo ou especificamente o setor ou a empresa, usualmente observam-se oscilações atípicas no papel negociado, seja em termos de elevação ou diminuição do valor do papel, seja em termos do volume transacionado, entre outros fatores.

663. Nesses casos, há oscilações atípicas, mas que são esperadas. Em outros casos, contudo, pode haver oscilações atípicas sem que haja informação relevante de conhecimento do público. Nessas situações, é provável que haja fatores aleatórios dispersos influenciando a atipicidade, mas é também possível que esteja ocorrendo excesso ou escassez de negociação em função de informações relevantes que ainda não são de conhecimento público, mas que seriam de conhecimento de insiders.

664. A atuação de insiders pode ensejar oscilações atípicas no papel negociado pelo insider, podendo essa atipicidade ser caracterizada por afetar o preço (amplitude de oscilação), o volume (em termos absolutos ou relativo ao mercado), a liquidez, entre outros fatores.

665. Ressalte-se que a atipicidade de uma oscilação é caracterizada a partir da definição subjetiva de alguns parâmetros e posterior realização de cálculos estatísticos, usualmente por softwares específicos ou mesmo por planilha excel. Não é o intuito deste relatório entrar no mérito da definição desses parâmetros, partindo-se, a princípio, do pressuposto de que os parâmetros utilizados, seja pela SMI (Superintendência de Mercados e Intermediários), seja pela BVM (Bovespa Supervisão do Mercado), são razoáveis.

666. Levando em conta que a atuação de insiders pode ensejar oscilações atípicas, é desejável que a CVM, por meio da SMI e ou do autorregulador (BSM), atue no sentido de averiguar eventuais oscilações atípicas e buscar, na medida do possível, investigar suas causas.

667. A partir de reuniões realizadas no decorrer da auditoria, a equipe percebeu que parte dessa atuação se dava por meio do Comitê de Comunicação e Detecção. Além disso, um procedimento comum, sempre que detectada uma oscilação atípica em uma ação, era o envio de e-mails, pela BSM, à companhia aberta correspondente à ação com atipicidade na oscilação, com pedidos de esclarecimentos a respeito de possíveis fatos relevantes não divulgados que tivessem dado causa à oscilação atípica.

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

668. Em resposta aos itens "f" a "h" do ofício de requisição 007-343/2018-TCU (item não-digitalizável da peça 40), a CVM forneceu explicações e informações sobre o funcionamento do Comitê de Comunicação e Detecção, bem como apresentou alguns dos e-mails enviados às companhias abertas com pedidos de esclarecimento.

Atuação dos Comitês de Detecção e Comunicação

669. Em relação ao comitê, a CVM/SMI esclareceu que as Gerências de Acompanhamento de Mercado 1 e 2 (GMA-1 e GMA-2) da SMI possuem, cada uma, dois Comitês Internos, um de Detecções e outro de Comunicações, compostos por gerentes, analistas e agente executivo (peça 40, p. 3).

670. O Comitê de Detecções tem como função a discussão prévia (i) dos casos oriundos dos relatórios de detecções gerados pelo Sistema de Acompanhamento de Mercado da CVM – SAM, (ii) dos casos levantados pelos analistas da gerência na sua atividade diária de supervisão do mercado, e (iii) de outras eventuais detecções ou demandas, relativas a comportamento atípico de preços/volumes/liquidez dos papéis supervisionados.

671. O Comitê de Comunicações, por sua vez, destina-se à discussão prévia dos casos que são levados ao conhecimento das gerências de acompanhamento de mercado, seja por meio dos processos administrativos disciplinares instaurados pelo autorregulador (BSM), pelos casos arquivados pela Superintendência de Acompanhamento de Mercado da BSM, ou pelas comunicações encaminhadas por intermediários ou ainda por outras denúncias encaminhadas pela SOI.

672. Nas reuniões, os casos são debatidos entre os participantes, visando identificar alguns dos aspectos importantes para a decisão de prosseguir ou não nas investigações, tais como prescrição, materialidade, relevância, caracterização de irregularidades, existência de fatos e documentação de suporte para as afirmações trazidas pela denúncia, comportamento do mercado à época dos fatos, entre outros.

673. Na análise dos casos recebidos, são expostas as percepções individuais de cada membro do Comitê e então se decide pela eventual necessidade de a CVM complementar a atuação iniciada pela BSM e pelo prosseguimento ou não nas investigações. O prosseguimento ou não leva em consideração os princípios da razoabilidade e proporcionalidade e vários fatores, tais quais materialidade, relevância, caracterização de irregularidades, oscilações observadas, comportamento do mercado à época dos fatos, existência de divulgações de Fatos Relevantes, Comunicados ao Mercado, Informações Financeiras, entre outros.

674. O Comitê se reúne mensalmente e, pelo menos sete dias antes da reunião, os analistas e o gerente recebem o material que será discutido na reunião do Comitê. Cada caso terá um analista responsável, escolhido previamente pelo gerente, a quem cabe relatar o caso na reunião do Comitê. Os casos são deliberados por maioria dos votos, podendo ser pela abertura de processo administrativo para aprofundar as investigações ou pelo arquivamento do caso, quando os indícios de irregularidades se mostrarem frágeis ou insuficientes. Em caso de empate, caberá ao gerente a decisão final.

675. Toda reunião contém uma ata, que relaciona os casos analisados e a decisão do Comitê em cada um deles. Para cada reunião do Comitê deverá ser aberto um processo administrativo, que conterá a ata da reunião e os formulários de avaliação de cada um dos analistas. As deliberações sobre os casos analisados pelos comitês são levadas ao conhecimento do SMI, para ciência das decisões tomadas.

676. Considerando as explicações sobre o funcionamento dos comitês, procedeu-se à análise da atuação deles, conforme atas selecionadas pela equipe (atas do ano de 2018, tanto do Comitê de Detecção quanto do Comitê de Comunicação, abrangendo as duas gerências de acompanhamento do mercado da SMI).

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

677. Em relação ao Comitê de Detecção, as atas demonstram, conforme quadro abaixo, um total de 210 casos analisados ao longo do período analisado (janeiro a setembro de 2018), sendo que 95,26% foram arquivados. Foram analisadas as atas das duas gerências de acompanhamento do mercado da SMI, GMA-1 e GMA-2 (a GMA-2 tem sede em SP e foco em irregularidades de mercado relacionadas a empresas que compõem o índice Bovespa, ao passo que a GMA-1 tem sede no RJ e foco em casos de insiders e manipulações de preços envolvendo as demais companhias abertas).

ATAS DOS COMITÊS DE DETECÇÃO				
Data da Ata	*Gerência*	*Quantidade casos analisados*	*Quantidade casos arquivados*	*Quantidade casos em que investigação prosseguiu*
Janeiro/2018	*GMA-1*	*35*	*32*	*3*
	GMA-2	*3*	*2*	*1*
Fevereiro/2018	*GMA-1*	*30*	*29*	*1*
	GMA-2	*0*	*0*	*0*
Março/2018	*GMA-1*	*27*	*26*	*1*
	GMA-2	*1*	*1*	*0*
Abril/2018	*GMA-1*	*32*	*28*	*4*
	GMA-2	*2*	*1*	*1*
Maio/2018	*GMA-1*	*17*	*17*	*0*
	GMA-2	*0*	*0*	*0*
Junho/2018	*GMA-1*	*18*	*17*	*1*
	GMA-2	*0*	*0*	*0*
Julho/2018	*GMA-1*	*24*	*24*	*0*
	GMA-2	*1*	*0*	*1*
Agosto/2018	*GMA-1*	*21*	*21*	*0*
	GMA-2	*0*	*0*	*0*
Setembro/2018	*GMA-1*	*7*	*7*	*0*
	GMA-2	*0*	*0*	*0*
Total jan a set/2018	*GMA-1*	*211*	*201*	*10*
	GMA-2	*7*	*4*	*3*
Total anual estimado	*GMA-1*	*281*	*268*	*13*
	GMA-2	*9*	*5*	*4*
Total estimado	*SMI*	*290*	*273*	*17*

678. Nota-se que em apenas 6% dos casos que chegam ao Comitê de Detecção as investigações prosseguem, ao passo que em 94% o processo é arquivado. Observando as justificativas dos casos, percebe-se que a grande maioria é arquivada por tratar de negociação de pessoa vinculada à companhia aberta (diretor, por exemplo) sem que a negociação tivesse sido feita em período vedado

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

(períodos que antecedem a divulgação de Fato Relevante ou de Demonstração Financeira) ou mesmo em período onde não foi divulgada nenhuma informação relevante pela companhia, justificando os membros do comitê que nesses casos não há irregularidade a ser investigada. As questões referentes à divulgação de fatos relevantes vão ser vistas em mais detalhes adiante.

679. Os números deixam claro que esse tipo de fiscalização espontânea por parte da CVM não é tão significativo no sentido de constatar casos de 'insider trading', considerando que foram investigados com maior profundidade apenas aproximadamente dezessete casos em um ano, ou 6% dos casos analisados.

680. Apesar de justificável o arquivamento de muitos casos do ponto de vista da legislação aplicável, uma vez que muitas negociações analisadas não se deram em período vedado, é preciso cautela com essa justificativa. Isso porque a própria legislação permite a não divulgação de Fato Relevante em alguns casos, o que significa que é plenamente possível que esteja havendo 'insider trading' em muitos desses casos arquivados, sem que, contudo, sejam enquadráveis em virtude das exceções previstas na IN CVM 358/02 (peça 59, p. 6):

> *Art. 6º Ressalvado o disposto no parágrafo único, os atos ou fatos relevantes podem, excepcionalmente, deixar de ser divulgados se os acionistas controladores ou os administradores entenderem que sua revelação porá em risco interesse legítimo da companhia.*
> *Parágrafo único. As pessoas mencionadas no caput ficam obrigadas a, diretamente ou através do Diretor de Relações com Investidores, divulgar imediatamente o ato ou fato relevante, na hipótese da informação escapar ao controle ou se ocorrer oscilação atípica na cotação, preço ou quantidade negociada dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados.*

681. Ao passo que o Comitê de Detecção tem como função a discussão prévia de casos oriundos do Sistema de Acompanhamento de Mercado – SAM, de levantamento de analistas na atividade diária de supervisão do mercado e de outras eventuais detecções ou demandas, em geral relativas a comportamentos atípicos de preços/volumes/liquidez, o Comitê de Comunicação discute os casos que são levados ao conhecimento das gerências de acompanhamento de mercado da SMI, seja por meio dos processos administrativos disciplinares instaurados pelo autorregulador (BSM), pelos casos arquivados pela Superintendência de Acompanhamento de Mercado da BSM, ou pelas comunicações encaminhadas por intermediários ou ainda por outras denúncias encaminhadas pela SOI (Superintendência de Orientação aos Investidores).

682. Os casos são debatidos entre os participantes visando identificar alguns dos aspectos importantes para a decisão de prosseguir ou não nas investigações, tais como: prescrição; materialidade, relevância, caracterização de irregularidades, existência de fatos e documentação suporte para as afirmações trazidas pela denúncia, comportamento do mercado à época dos fatos, entre outros. O quadro abaixo mostra um resumo dos casos tratados pelo Comitê de Comunicação no período de janeiro a setembro de 2018:

ATAS DOS COMITÊS DE COMUNICAÇÃO				
Data da Ata	*Gerência*	*Quantidade casos analisados*	*Quantidade casos arquivados*	*Quantidade casos em que investigação prosseguiu*
Janeiro/2018	*GMA-1*	*2*	*2*	*0*
	GMA-2	*3*	*1*	*2*
Fevereiro/2018	*GMA-1*	*4*	*2*	*2*
	GMA-2	*6*	*5*	*1*
Março/2018	*GMA-1*	*7*	*6*	*1*

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

	GMA-2	*3*	*3*	*0*
Abril/2018	*GMA-1*	*10*	*10*	*0*
	GMA-2	*3*	*3*	*0*
Maio/2018	*GMA-1*	*6*	*2*	*4*
	GMA-2	*11*	*8*	*3*
Junho/2018	*GMA-1*	*4*	*4*	*0*
	GMA-2	*2*	*2*	*0*
Julho/2018	*GMA-1*	*2*	*2*	*0*
	GMA-2	*6*	*3*	*3*
Agosto/2018	*GMA-1*	*4*	*3*	*1*
	GMA-2	*4*	*4*	*0*
Setembro/2018	*GMA-1*	*4*	*4*	*0*
	GMA-2	*8*	*7*	*1*
Total jan a set/2018	*GMA-1*	*43*	*35*	*8*
	GMA-2	*46*	*36*	*10*
Total anual estimado	*GMA-1*	*57*	*46*	*11*
	GMA-2	*61*	*48*	*13*
Total estimado	*SMI*	*118*	*94*	*24*

683. Em análise das atas dos Comitês de Comunicação ao longo de 2018, percebe-se que o quantitativo total de casos analisados em um ano é de cerca de 118, e que a maioria deles é arquivado, usualmente por não se detectarem irregularidades, ou por já haver apuração do caso em outro processo.

684. Em alguns poucos casos, o comitê entende ser necessária a instauração de processo para investigar as irregularidades observadas, seja para complementar o enforcement iniciado pela BSM, seja para iniciar uma apuração após denúncias que chegaram via SOI. Frise-se que nem todos os casos tratados se referem a 'insider trading', pois há casos de indícios de irregularidades relacionados à manipulação de preços, práticas não equitativas, entre outros.

685. Sem entrar no mérito da análise de cada um dos casos que passam pelos comitês de comunicação e de detecção, o que se percebe é que os comitês fazem uma análise perfunctória dos casos, levando adiante apenas os que julgam mais graves. A seleção dos casos é feita, em sua maioria, a partir de processos oriundos da BSM, percepção dos analistas da CVM em função de oscilações atípicas e outros fatores e denúncias provenientes da SOI. Não parece haver, nessa sistemática de seleção, uma visão macro que busque identificar atores que representariam mais riscos e maior materialidade, como determinados investidores institucionais, papéis específicos, intermediários usualmente utilizados como veículo, etc.

Necessidade de divulgação de fatos relevantes e a fiscalização da CVM

686. Aspecto intrinsicamente relacionado ao combate ao 'insider trading' é a necessidade de divulgação de fatos relevantes, uma vez que se houver divulgação de todos os fatos relevantes pelas

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

empresas e fiscalização da CVM sobre esse aspecto, diminuir-se-ão ou até mesmo cessar-se-ão as oportunidades de uso de informações relevantes não divulgadas, pelo simples fato de que elas estarão sendo divulgadas a contento.

687. A IN 358/02 (peça 59) dispõe sobre a divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas, disciplinando a divulgação de informações na negociação de valores mobiliários e na aquisição de lote significativo de ações de emissão de companhia aberta e estabelecendo vedações e condições para a negociação de ações de companhia aberta na pendência de fato relevante não divulgado ao mercado. Seus principais pontos são destacados a seguir:

> *Art. 2º* ***Considera-se relevante****, para os efeitos desta Instrução,* ***qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da assembleia 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****:*
> *I -* ***na cotação dos valores mobiliários*** *de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados;*
> *II -* ***na decisão dos investidores*** *de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários;*
> *III - na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados.*
> *Parágrafo único. Observada a definição do caput,* ***são exemplos de ato ou fato potencialmente relevante, dentre outros, os seguintes:***
> *I - assinatura de acordo ou contrato de transferência do controle acionário da companhia, ainda que sob condição suspensiva ou resolutiva;*
> *II - mudança no controle da companhia, inclusive através de celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas;*
> *III - celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas em que a companhia seja parte ou interveniente, ou que tenha sido averbado no livro próprio da companhia;*
> *IV - ingresso ou saída de sócio que mantenha, com a companhia, contrato ou colaboração operacional, financeira, tecnológica ou administrativa;*
> *V - autorização para negociação dos valores mobiliários de emissão da companhia em qualquer mercado, nacional ou estrangeiro;*
> *VI - decisão de promover o cancelamento de registro da companhia aberta;*
> *VII - incorporação, fusão ou cisão envolvendo a companhia ou empresas ligadas;*
> *VIII - transformação ou dissolução da companhia;*
> *IX - mudança na composição do patrimônio da companhia;*
> *X - mudança de critérios contábeis;*
> *XI - renegociação de dívidas;*
> *XII - aprovação de plano de outorga de opção de compra de ações;*
> *XIII - alteração nos direitos e vantagens dos valores mobiliários emitidos pela companhia;*
> *XIV - desdobramento ou grupamento de ações ou atribuição de bonificação;*
> *XV - aquisição de ações da companhia para permanência em tesouraria ou cancelamento, e alienação de ações assim adquiridas;*
> *XVI - lucro ou prejuízo da companhia e a atribuição de proventos em dinheiro;*
> *XVII - celebração ou extinção de contrato, ou o insucesso na sua realização, quando a expectativa de concretização for de conhecimento público;*
> *XVIII - aprovação, alteração ou desistência de projeto ou atraso em sua implantação;*
> *XIX - início, retomada ou paralisação da fabricação ou comercialização de produto ou da prestação de serviço;*
> *XX - descoberta, mudança ou desenvolvimento de tecnologia ou de recursos da companhia;*
> *XXI - modificação de projeções divulgadas pela companhia;*
> *XXII – pedido de recuperação judicial ou extrajudicial, requerimento de falência ou propositura de ação judicial, de procedimento administrativo ou arbitral que possa vir a afetar a situação econômico-financeira da companhia.*
> *Art. 3º* ***Cumpre ao Diretor de Relações com Investidores enviar à CVM, por meio de sistema eletrônico disponível na página da CVM na rede mundial de computadores, e, se for o caso, à bolsa de valores e entidade do mercado de balcão organizado em que os valores mobiliários de***

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

emissão da companhia sejam admitidos à negociação, 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.

§1º Os acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, deverão comunicar qualquer ato ou fato relevante de que tenham conhecimento ao Diretor de Relações com Investidores, que promoverá sua divulgação.

§2º Caso as pessoas referidas no parágrafo anterior tenham conhecimento pessoal de ato ou fato relevante e constatem a omissão do Diretor de Relações com Investidores no cumprimento de seu dever de comunicação e divulgação, inclusive na hipótese do parágrafo único do art. 6º desta Instrução, somente se eximirão de responsabilidade caso comuniquem imediatamente o ato ou fato relevante à CVM.

§3º Cumpre ao Diretor de Relações com Investidores fazer com que a divulgação de ato ou fato relevante na forma prevista no caput e no §4º preceda ou seja feita simultaneamente à veiculação da informação por qualquer meio de comunicação, inclusive informação à imprensa, ou em reuniões de entidades de classe, investidores, analistas ou com público selecionado, no país ou no exterior.

§4º A divulgação de ato ou fato relevante deve se dar por meio de, no mínimo, um dos seguintes canais de comunicação:

I – jornais de grande circulação utilizados habitualmente pela companhia; ou

II – 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.

(...)

Art. 4º ***A CVM, a bolsa de valores ou a entidade do mercado de balcão organizado em que os valores mobiliários de emissão da companhia sejam admitidos à negociação podem, a qualquer tempo, exigir do Diretor de Relações com Investidores esclarecimentos sobre a divulgação de ato ou fato relevante.***

Parágrafo único. Na hipótese do caput, ou caso ocorra oscilação atípica na cotação, preço ou quantidade negociada dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciado, o Diretor de Relações com Investidores deverá inquirir as pessoas com acesso a atos ou fatos relevantes, com o objetivo de averiguar se estas têm conhecimento de informações que devam ser divulgadas ao mercado.

Art. 5º A divulgação de ato ou fato relevante deverá ocorrer, sempre que possível, antes do início ou após o encerramento dos negócios nas bolsas de valores e entidades do mercado de balcão organizado em que os valores mobiliários de emissão da companhia sejam admitidos à negociação.

§1º Caso os valores mobiliários de emissão da companhia sejam admitidos à negociação simultânea em mercados de diferentes países, a divulgação do ato ou fato relevante deverá ser feita, sempre que possível, antes do início ou após o encerramento dos negócios em ambos os países, prevalecendo, no caso de incompatibilidade, o horário de funcionamento do mercado brasileiro.

§ 2º Caso seja imperativo que a divulgação de ato ou fato relevante ocorra durante o horário de negociação, o Diretor de Relações com Investidores poderá solicitar, sempre simultaneamente às bolsas de valores e entidades do mercado de balcão organizado, nacionais e estrangeiras, em que os valores mobiliários de emissão da companhia sejam admitidos à negociação, a suspensão da negociação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta, ou a eles referenciados, pelo tempo necessário à adequada disseminação da informação relevante, observados os procedimentos previstos nos regulamentos editados pelas bolsas de valores e entidades do mercado de balcão organizado sobre o assunto.

Art. 6º Ressalvado o disposto no parágrafo único, ***os atos ou fatos relevantes podem, excepcionalmente, deixar de ser divulgados se os acionistas controladores ou os administradores entenderem que sua revelação porá em risco interesse legítimo da companhia.***

Parágrafo único. As pessoas mencionadas no caput ficam obrigadas a, diretamente ou através do Diretor de Relações com Investidores, divulgar imediatamente o ato ou fato relevante, na

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

hipótese da informação escapar ao controle ou se ocorrer oscilação atípica na cotação, preço ou quantidade negociada dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados.

Art. 7º A CVM, a pedido dos administradores, de qualquer acionista ou por iniciativa própria, poderá decidir sobre a prestação de informação que tenha deixado de ser divulgada, na forma do caput do art. 6º.

(...)

Art. 8º Cumpre aos acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, e empregados da companhia, guardar sigilo das informações relativas a ato ou fato relevante às quais tenham acesso privilegiado em razão do cargo ou posição que ocupam, até sua divulgação ao mercado, bem como zelar para que subordinados e terceiros de sua confiança também o façam, respondendo solidariamente com estes na hipótese de descumprimento.

(...)

Art. 11. Os diretores, os membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas criados por disposição estatutária ficam obrigados a informar à companhia a titularidade e as negociações realizadas com valores mobiliários emitidos pela própria companhia, por suas controladoras ou controladas, nestes dois últimos casos, desde que se trate de companhias abertas.

§ 1º A comunicação a que se refere o caput deste artigo deverá abranger as negociações com derivativos ou quaisquer outros valores mobiliários referenciados nos valores mobiliários de emissão da companhia ou de emissão de suas controladoras ou controladas, nestes dois últimos casos, desde que se trate de companhias abertas.

§ 2º ***As pessoas naturais mencionadas neste artigo indicarão, ainda, os valores mobiliários que sejam de propriedade de cônjuge do qual não estejam separados judicialmente, de companheiro(a), de qualquer dependente incluído em sua declaração anual de imposto sobre a renda e de sociedades por elas controladas direta ou indiretamente.***

§ 2º As pessoas naturais mencionadas neste artigo indicarão, ainda, os valores mobiliários que sejam de propriedade de cônjuge do qual não estejam separados judicial ou extrajudicialmente, de companheiro(a), de qualquer dependente incluído em sua declaração de ajuste anual do imposto sobre a renda e de sociedades por elas controladas direta ou indiretamente.

§ 3º A comunicação a que se refere o caput deste artigo deverá conter, no mínimo, o seguinte:

I – nome e qualificação do comunicante, e, se for o caso, das pessoas mencionadas no § 2º, indicando o número de inscrição no Cadastro Nacional de Pessoas Jurídicas ou no Cadastro de Pessoas Físicas;

II – quantidade, por espécie e classe, no caso de ações, e demais características no caso de outros valores mobiliários, além da identificação da companhia emissora e do saldo da posição detida antes e depois da negociação; e

III – forma de aquisição ou alienação, preço e data das transações.

§ 4º As pessoas mencionadas no caput deste artigo deverão efetuar a referida comunicação:

I – no prazo de 5 (cinco) dias após a realização de cada negócio;

II – no primeiro dia útil após a investidura no cargo; e

III – quando da apresentação da documentação para o registro da companhia como aberta.

§ 5º A companhia deverá enviar à CVM e, se for o caso, às bolsas de valores ou às entidades do mercado de balcão organizado em que as ações da companhia sejam admitidas à negociação as informações referidas no caput e nos §§ 1º a 3º com relação aos valores mobiliários negociados:

I – por ela própria, suas controladas e coligadas; e

II – pelas demais pessoas referidas neste artigo.

§ 6º As informações devem ser enviadas no prazo de 10 (dez) dias após o término do mês em que se verificarem alterações das posições detidas, do mês em que ocorrer a investidura no cargo das pessoas citadas no caput, ou do mês em que ocorrer a comunicação prevista no § 11.

§ 7º As informações referidas no caput deverão ser entregues de forma individual e consolidada por órgão ali indicado, sendo que ficarão disponíveis no sistema eletrônico de Informações Periódicas e Eventuais - IPE:

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

I – as posições individuais da própria companhia, suas coligadas e controladas; e
II – as posições, consolidadas por órgão, detidas pelos membros da administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas criados por disposição estatutária.
§ 8º O Diretor de Relações com Investidores é o responsável pela transmissão à CVM e, se for o caso, às bolsas de valores ou às entidades do mercado de balcão organizado em que as ações da companhia sejam admitidas à negociação das informações recebidas pela companhia em conformidade com o disposto neste artigo.
§ 9º Para efeitos deste artigo, equipara-se à negociação com valores mobiliários emitidos pela companhia, por suas controladoras ou controladas, nestes dois últimos casos, desde que se tratem de companhias abertas, a aplicação, o resgate e a negociação de cotas de fundos de investimento cujo regulamento preveja que sua carteira de ações seja composta exclusivamente por ações de emissão da companhia, de sua controlada ou de sua controladora.
§ 10. As pessoas mencionadas no caput deste artigo devem apresentar, juntamente com a comunicação prevista nos incisos II e III do § 4º, relação contendo o nome e o número de inscrição no Cadastro Nacional de Pessoas Jurídicas ou no Cadastro de Pessoas Físicas das pessoas mencionadas no § 2º.
§ 11. As pessoas mencionadas no caput deste artigo devem informar à companhia qualquer alteração nas informações previstas no § 10 no prazo de até 15 (quinze) dias contados data da alteração.
Art. 12. Os acionistas controladores, diretos ou indiretos, e os acionistas que elegerem membros do conselho de administração ou do conselho fiscal, bem como qualquer pessoa natural ou jurídica, ou grupo de pessoas, agindo em conjunto ou representando um mesmo interesse, que realizarem negociações relevantes deverão enviar à companhia as seguintes informações:
I - nome e qualificação, indicando o número de inscrição no Cadastro Nacional de Pessoas Jurídicas ou no Cadastro de Pessoas Físicas;
II – objetivo da participação e quantidade visada, contendo, se for o caso, declaração de que os negócios não objetivam alterar a composição do controle ou a estrutura administrativa da sociedade;
III – número de ações e de outros valores mobiliários e instrumentos financeiros derivativos referenciados em tais ações, sejam de liquidação física ou financeira, explicitando a quantidade, a classe e a espécie das ações referenciadas;
IV – REVOGADO
V – indicação de qualquer acordo ou contrato regulando o exercício do direito de voto ou a compra e venda de valores mobiliários de emissão da companhia; e
VI – se o acionista for residente ou domiciliado no exterior, o nome ou denominação social e o número de inscrição no Cadastro de Pessoas Físicas ou no Cadastro Nacional de Pessoas Jurídicas do seu mandatário ou representante legal no País para os efeitos do art. 119 da Lei nº 6.404, de 1976.
§ 1º Considera-se negociação relevante o negócio ou o conjunto de negócios por meio do qual a participação direta ou indireta das pessoas referidas no caput ultrapassa, para cima ou para baixo, os patamares de 5% (cinco por cento), 10% (dez por cento), 15% (quinze por cento), e assim sucessivamente, de espécie ou classe de ações representativas do capital social de companhia aberta.
(...)
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*

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

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.
§3º A vedação do caput também prevalecerá:
I – se existir a intenção de promover incorporação, cisão total ou parcial, fusão, transformação ou reorganização societária; e
II – em relação aos acionistas controladores, diretos ou indiretos, diretores e membros do conselho de administração, sempre que estiver em curso a aquisição ou a alienação de ações de emissão da companhia pela própria companhia, suas controladas, coligadas ou outra sociedade sob controle comum, ou se houver sido outorgada opção ou mandato para o mesmo fim.
§ 4º ***Também é vedada a negociação pelas pessoas mencionadas no caput no período de 15 (quinze) dias que anteceder a divulgação das informações trimestrais (ITR) e anuais (DFP) da companhia****, ressalvado o disposto no § 2º do art. 15-A.*
(...)
Art. 14. Caso tenha sido celebrado qualquer acordo ou contrato visando à transferência do controle acionário respectivo, ou se houver sido outorgada opção ou mandato para o mesmo fim, bem como se existir a intenção de promover incorporação, cisão total ou parcial, fusão, transformação ou reorganização societária, e enquanto a operação não for tornada pública por meio da divulgação de fato relevante, o conselho de administração da companhia não pode deliberar a aquisição ou a alienação de ações de própria emissão.
Art. 15. A companhia aberta poderá, por deliberação do conselho de administração, aprovar política de negociação das ações de sua emissão, contendo regras adicionais às previstas na Lei nº 6.404, de 1976, e nesta Instrução. Parágrafo único. A política de negociação referida no caput poderá abranger os negócios realizados por ela própria, 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.
Art. 15-A. Os 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, poderão formalizar planos individuais de investimento regulando suas negociações com ações de emissão da companhia.
(...)
Art. 18. Configura infração grave, para os fins previstos no § 3º do art. 11 da Lei no 6.385/76, a transgressão às disposições desta Instrução.
Parágrafo único. A CVM deverá comunicar ao Ministério Público a ocorrência dos eventos previstos nesta Instrução que constituam crime. (...)

688. Repara-se, das partes em negrito destacadas, mormente os artigos 11, 12 e 13, que há uma série de obrigações e proibições aos chamados insiders primários, ou seja, aqueles que têm conhecimento sobre potenciais atos ou fatos relevantes, como os diretores, os membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas criados por disposição estatutária, os acionistas controladores, diretos ou indiretos, e os acionistas que elegerem membros do conselho de administração ou do conselho fiscal, bem como qualquer pessoa natural ou jurídica, ou grupo de pessoas, agindo em conjunto ou representando um mesmo interesse.

689. No § 2º do art. 11 ainda se percebe uma extensão dessa preocupação a pessoas relacionadas, uma vez que a norma prevê deverem ser informados os valores mobiliários que sejam de propriedade de cônjuge e dependentes de algumas pessoas naturais consideradas insiders primários. O

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

§ 1º do art. 13, por sua vez, estende a vedação de negociação antes de ato ou fato relevante para qualquer pessoa que tenha conhecimento dos atos ou fatos.

690. Com exceção dos casos pontuais mencionados no parágrafo acima, contudo, percebe-se que a norma não se preocupa da mesma forma com o que poderiam ser chamados de insiders secundários, ou seja, aqueles que recebem informações dos primários. Combater os secundários é mais difícil, mas ao mesmo tempo essencial, do contrário pode ocorrer uma tendência de os insiders primários fazerem operações por intermédio dos chamados insiders secundários.

691. Pelo Sistema de Acompanhamento do Mercado (SAM) é possível, segundo informado em reuniões junto à SMI e constatado in loco, cruzar as informações referentes às pessoas que realizam transações com as pessoas relacionadas nos formulários de referência das companhias abertas, o que permite detectar com facilidade eventual transação por insiders primários.

692. Considerando, contudo, que não há ferramenta equivalente para o caso de insiders secundários, talvez pela própria impossibilidade de determinar quem seriam na totalidade, entende-se pertinente recomendar à CVM que busque mecanismos que permitam aferir se parentes e pessoas próximas de insiders primários, prévia e periodicamente estipuladas, negociaram em períodos vedados aos insiders primários, o que permitiria caracterizar casos de uso de informação relevante não divulgada ao mercado por alguns insiders secundários.

693. Considerando o disposto na IN 358/02, entende-se prudente, ainda, recomendar que seja avaliada a exclusão da necessidade de divulgação de ato ou fato relevante em jornal de grande circulação nacional, uma vez que tal previsão do parágrafo 4º do art. 3º pode inclusive dar ensejo a uma justificativa para o descumprimento da necessidade de ampla e imediata disseminação, uma vez que a divulgação em jornal de grande circulação poderia ocorrer apenas no dia seguinte ao envio da necessidade de divulgação.

Oscilações atípicas e fatos relevantes

694. Considerando que as companhias são obrigadas a publicar fatos relevantes, definidos conforme a IN 358/02 como sendo, entre outros, aqueles que possam influir de modo ponderável na cotação dos valores mobiliários e na decisão dos investidores, um dos aspectos da fiscalização diz respeito justamente à checagem da divulgação desses fatos, ou, mais precisamente, da não divulgação dos fatos que deveriam por norma ser divulgados.

695. Uma das formas de verificar que uma companhia não divulgou fato relevante que deveria ter divulgado é observando eventuais oscilações atípicas. Ainda que não se possa afirmar que uma oscilação atípica é decorrente de um fato relevante não divulgado, é razoável inferir que, ao menos algumas vezes, fatos relevantes não divulgados ensejarão oscilações atípicas quando insiders fizerem uso dessa informação.

696. Por essa razão, um dos procedimentos de verificação utilizados quando se detecta oscilação atípica em um valor mobiliário é, segundo informado pela CVM, o envio de questionamento às companhias abertas, direcionado ao Diretor de Relação com Investidores (RI), para que se manifeste a respeito da possível existência de fato relevante não divulgado, com base no art. 4º da IN 358/02:

> *Art. 4º A CVM, a bolsa de valores ou a entidade do mercado de balcão organizado em que os valores mobiliários de emissão da companhia sejam admitidos à negociação podem, a qualquer tempo, exigir do Diretor de Relações com Investidores esclarecimentos sobre a divulgação de ato ou fato relevante.*
> *Parágrafo único. Na hipótese do caput, ou caso ocorra oscilação atípica na cotação, preço ou quantidade negociada dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciado, o Diretor de Relações com Investidores deverá inquirir as pessoas com acesso a atos*

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

ou fatos relevantes, com o objetivo de averiguar se estas têm conhecimento de informações que devam ser divulgadas ao mercado.

697. Conforme informado à equipe de auditoria, essa checagem é realizada pelo autorregulador, mais precisamente pela Diretoria de Operações da BSM, que envia para a Diretoria de RI da companhia aberta cujo valor mobiliário sofreu oscilação atípica, com cópia para a SMI (Superintendência de Mercados e Intermediários) e SEP (Superintendência de Relações com Empresas), questionamento a respeito de eventual fato sigiloso que tenha vazado. A SMI, se for o caso, procede com a investigação abrindo processo.

698. Em resposta ao item "g" do ofício de requisição 007-343/2018-TCU (p. 3 da peça 44), a CVM encaminhou todos os e-mails enviados pela Diretoria de Operações da BSM no período de agosto a outubro de 2018 (itens não-digitalizáveis da peça 44), bem como as respostas subsequentes.

699. Conforme observado nas informações encaminhadas, a área responsável pelo envio dos e-mails é a Superintendência de Acompanhamento de Empresas e Ofertas de Valores Mobiliários de Renda Variável, que envia e-mail padrão sempre que detectada oscilação atípica.

700. Constata-se que, nos 38 casos analisados no período, em todos eles o Diretor de Relação com Investidores informou desconhecer qualquer ato ou fato relevante que possa ter influenciado a oscilação de suas ações ou informou desconhecer qualquer ato ou fato relevante que não os que foram devidamente divulgados, conforme algumas respostas abaixo destacadas (itens não-digitalizáveis da peça 44):

> *...a Companhia desconhece qualquer fato que possa fundamentar as oscilações registradas e que já não tenham sido abordados em divulgações ao mercado realizadas anteriormente.*
> *(...)*
> *Cumpre destacar, entretanto, que alguns fatores externos podem influenciar o comportamento das negociações de ações de emissão da Companhia, como a cotação do barril de petróleo no mercado internacional, flutuações cambiais e proximidade das eleições. No referido período, no entanto, apesar do aumento significativo do preço da commodity, não podemos afirmar que a variação ocorrida no preço e volume de negociação das ações da Companhia está integralmente atrelada a tais fatores.*
> *(...)*
> *Adicionalmente, a Companhia informa que, até o presente momento, não recebeu qualquer notificação referente à aquisição ou alienação de participação acionária relevante que não tenha sido devidamente divulgada.*
> *(...)*
> *...esclarece que não houve nenhum fato ou ato relevante de conhecimento do Banco que justifique as últimas oscilações registradas com as ações de sua emissão, tampouco com o número de negócios e quantidade negociada. Além disso, a Administração desconhece qualquer fato que não tenha sido divulgado ao mercado ou não seja de conhecimento público que possa ter justificado a movimentação das ações...*
> *(...)*
> *Em resposta informamos que tal movimento pode ter ocorrido em função do grupamento das ações promovido pela Companhia para atender o Regulamento dos Emissores da B3, conforme exigência do Oficio 1627/2018-SAE e anteriores recebidos da B3. A administração da Companhia promoveu ampla divulgação ao mercado sobre o referido assunto.*
> *(...)*
> *Manifesta, entretanto, que tais oscilações estejam possivelmente relacionadas ao fato de ter sido incluído na pauta de julgamento da 4ª Turma do Superior Tribunal de Justiça (...) como mencionado no Comunicado ao Mercado divulgado em 01 de março de 2016...*

701. Dessa checagem para eventual descoberta de 'insider trading', portanto, resultou zero caso a ter investigação aprofundada, sinalizando, conforme amostra analisada, que essa forma de controle pode não ter tanta eficácia.

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

702. Tal procedimento de controle pelo autorregulador chama atenção porque, ainda que seja relativamente pouco custoso em termos de custo de controle, parece fadado à ineficácia. Isso porque o e-mail padrão encaminhado pelo autorregulador já alerta que a divulgação do Fato Relevante não afasta eventual apuração, pela CVM, das responsabilidades pela divulgação intempestiva, nos termos da Instrução CVM nº 358/02.

703. Ou seja, a companhia aberta que, após o e-mail encaminhado pelo autorregulador questionando sobre as oscilações atípicas, reconhecesse que há fato relevante não divulgado, estaria automaticamente reconhecendo ter cometido a infração de não divulgar o fato relevante tempestivamente.

704. Resta claro, portanto, que o procedimento de buscar causas ocultas para oscilações atípicas por meio do envio de e-mails às companhias abertas não parece trazer resultados práticos no combate ao 'insider trading', seja pela constatação a partir da amostra verificada, seja na constatação abstrata de que as empresas vão evitar admitir que cometeram uma infração ao responder o questionamento.

Aspectos qualitativos e quantitativos da atuação da CVM nos casos de 'insider trading'

705. Para que haja o combate ao 'insider trading' de modo a contribuir para um mercado de capitais mais eficiente e com proteção aos investidores, não basta que exista a norma. É necessário também que a negociação com base em informações privilegiadas seja detectada e os responsáveis, ou pelo menos a maioria deles, sejam punidos, ensejando um poder dissuasório da regulação no sentido de desencorajar a prática por novos insiders. Em outras palavras, é necessário sinalizar ao mercado que a prática do 'insider trading' não é um bom negócio.

706. Observar a quantidade de processos abertos envolvendo casos de 'insider trading', constatar quais casos culminam em acusação e ver o número de condenações, absolvições e celebrações de termo de compromisso permite uma noção da sinalização que a CVM passa ao mercado em relação ao combate ao 'insider trading'.

707. Tendo em vista o foco inicial da auditoria, trabalhou-se com amostragem de processos envolvendo valores mobiliários relacionados a algumas companhias abertas, quais sejam: Eletrobras, Petrobras, BNDESPAR, JBS, empresas do grupo X, Oi, Odebrecht Agroindustrial, Marfrig e Bertin. O período contemplado abrangeu 2008 a 2018.

708. Nesse contexto, em resposta aos questionamentos feitos nos itens 2.b.1 e 2.b.2 do ofício de requisição 012-343/2019-TCU (itens não-digitalizáveis da peça 44), a CVM listou todos os processos abertos para apurar possíveis ocorrências de manipulação de preços, criação de condições artificiais de oferta ou demanda e uso de informação relevante ainda não divulgada ao mercado envolvendo direta e indiretamente valores mobiliários emitidos pelas empresas mencionadas, no período de 2008 a 2018.

709. Foram abertos na CVM, no período de 2008 a 2018, um total de 150 processos referentes ao uso de informação relevante ainda não divulgada ao mercado (também chamado de 'insider trading' ou uso de informação privilegiada) em negociações envolvendo, direta ou indiretamente, valores mobiliários das empresas selecionadas na amostra.

710. Dos 150 processos abertos, do grupo mencionado, apenas 24 são decorrentes de reclamação de investidor, mostrando que o SBR atua no combate ao 'insider trading', indicando que eventual problema, conforme será mostrado, não está na pouca atuação, mas talvez no fato de que a atuação existente é ineficiente ou ineficaz no sentido de ensejar punições, sanções e condenações que levem o recado ao mercado de que a prática do 'insider trading' não é vantajosa.

711. No mesmo período de 2008 a 2018, considerando as empresas mencionadas, houve apenas dois termos de acusação oferecidos pela SMI envolvendo casos de 'insider trading', conforme se

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

depreende da resposta aos itens 2.a.1 e 2.a.2 do ofício de requisição 012-343/2019-TCU (p. 1-2 da peça 45), que complementou resposta ao item 2.c do ofício de requisição 007-343/2018-TCU (p. 2 da peça 44). Ressalte-se que, desses dois únicos termos de acusação, um ainda resultou em absolvição, caso do processo administrativo sancionador CVM nº RJ2013/11654 (arquivo TA RJ-2013-11654, entre os itens não-digitalizáveis da peça 45, resposta item 2.a.2 do ofício 12).

712. Em relação aos inquéritos administrativos propostos, também considerando o período de 2008 a 2018 e as empresas mencionadas, foram constatados apenas nove relacionados a 'insider trading', conforme resposta ao item 2.a.3 do ofício de requisição 012-343/2019-TCU (p. 2-3 da peça 45).

713. Acrescente-se a todos esses dados mencionados o fato de poder haver a celebração de termo de compromisso em algumas investigações, e pode-se inferir razoavelmente, ao menos na amostra selecionada, que a prática do 'insider trading' pode ser um bom negócio, uma vez que a chance de um insider trader ser detectado, investigado, acusado e punido é consideravelmente pequena. O quadro abaixo, contemplando as empresas mencionadas no período de 2008 a 2018, ilustra a questão:

Em relação às empresas mencionadas, período 2008 a 2018:	*Quantidade ou Percentual*
Possíveis práticas de 'insider trading'	*Não é possível dimensionar*
Possíveis prática de 'insider trading' detectadas pela CVM e que tiveram processos abertos (investigações iniciadas)	*150*
Processos que ensejaram Termo de Acusação (TA)	*2*
Processos que ensejaram Inquérito Administrativo (IA)	*10*
Condenação pelo Colegiado no caso de TA	*1*
Condenação pelo Colegiado no caso de IA	*
**Não foi possível pesquisar os processos que ensejaram IA no site http://sistemas.cvm.gov.br/?PAS utilizando os números dos processos informados pela CVM em resposta ao item 2.a.3 do ofício de requisição 012-343/2019-TCU.*	

714. Em relação à condenação pelo colegiado da CVM nos casos de propostas de Termo de Acusação oferecido e Inquérito Administrativo proposto, conquanto não tenham sido observados os dados exclusivos de casos de 'insider trading', pode-se apontar o percentual geral de manutenção das decisões pelo colegiado, conforme apresentado pela CVM em resposta ao item "j" do ofício de requisição 002-343/2018-TCU (p. 5 da peça 43):

Taxa de manutenção de acusações em processos sancionadores CVM		
Ano	*Taxa de manutenção das acusações em Inquéritos Administrativos*	*Taxa de manutenção das acusações em Termos de Acusação*
2016	*74,20%*	*78,00%*
2017	*75,00%*	*76,50%*
2018	*71,00%*	*81,20%*

715. A CVM ressalvou que os dados foram colhidos de informações registradas no sistema Inq quando dos julgamentos e a lista elaborada manualmente, uma vez que a autarquia não dispõe de

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

sistemas que fornecessem as informações da forma solicitada. Não houve circularização das informações apresentadas, e algumas questões não puderam ser totalmente esclarecidas, como por exemplo se uma decisão era considerada mantida apenas quando integralmente mantida, ou se era assim considerada mesmo quando apenas parcialmente mantida.

716. A chance de um insider trader ser punido pode diminuir ainda mais se considerarmos o fato de algumas decisões do Colegiado da CVM poderem ser revertidas pelo Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional – CRSFN (chamado de "Conselhinho"). Em relação à taxa de manutenção das decisões do colegiado da CVM pelo CRSFN, a CVM apresentou a tabela a seguir em resposta ao item "i" do ofício de requisição 002-343/2018-TCU (p. 5 da peça 43):

Taxa de manutenção de decisões CVM no CRSFN	
Ano	*Taxa de manutenção da decisão*
2016	*81,80%*
2017	*84,90%*
2018	*81,50%*

717. Além da atuação direta da CVM na fiscalização dos casos de uso de informação relevante não divulgada ao mercado, existe a atuação indireta da CVM, por intermédio do autorregulador, no caso a BM&FBovespa Supervisão do Mercado (BSM).

718. A equipe questionou a respeito da atuação da BSM, solicitando a relação de todos os processos administrativo disciplinares (PAD) instaurados na Bovespa Supervisão de Mercado (BSM) para apurar possíveis ocorrências de manipulação de preços, criação de condições artificiais de oferta ou demanda e uso de informação relevante ainda não divulgada ao mercado envolvendo diretamente valores mobiliários das empresas objeto da amostra, no período de 2008 a 2018.

719. A resposta encaminhada (referente ao item 2.c do ofício de requisição 007-343/2018-TCU, à p. 2 da peça 44; itens não-digitalizáveis da peça 44) não permite separar a quantidade exata de processos que se relaciona ao uso de informação privilegiada daqueles relacionados com criação de condições artificiais de oferta ou demanda, mas constata-se que há 27 processos administrativos disciplinares (PADs) na BSM tratando dos dois temas.

720. A atuação do autorregulador mencionada demonstra que mais processos são analisados e investigados, mas não há indicação de que mais casos de 'insider trading' são efetivamente punidos, inclusive em função de algumas limitações na atuação do autorregulador, comentadas na sequência. Frise-se ainda que todos os 27 PADs da BSM citados foram encaminhados à CVM.

721. O papel do autorregulador é parcialmente disciplinado pela IN CVM 461/07 (encontra-se atualmente em audiência pública proposta de modificação dessa norma), que disciplina os mercados regulamentados de valores mobiliários e dispõe sobre a constituição, organização, funcionamento e extinção das bolsas de valores, bolsas de mercadorias e futuros e mercados de balcão organizado.

722. A autorregulação visa a aumentar a eficiência da atividade regulatória para determinadas atividades no mercado de valores mobiliários, evitando, assim, a centralização excessiva do poder de editar normas e fiscalizar seu cumprimento. Fundamenta-se basicamente nos pressupostos do menor custo e da maior proximidade do autorregulador, o que supostamente enseja menores custos e mais eficácia.

723. Esses pressupostos refletem a preocupação de reduzir o porte e de tornar a atuação do órgão regulador mais eficiente, já que só poderia ter uma ação sensível, ágil e eficaz caso duplicasse inúmeras funções desempenhadas por entidades privadas existentes no mercado de valores mobiliários.

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

Adicionalmente, o maior zelo na observância das normas, decorrente da participação em sua elaboração e da consciência da importância de sua preservação, implica menor dispêndio de recursos nas tarefas de acompanhamento e fiscalização de seu cumprimento.

724. Por outro lado, na delegação de poderes de normatização e fiscalização, o órgão regulador conserva competências residuais que lhe permitem evitar possíveis inconvenientes da autorregulação, como a complacência em relação a assuntos de interesse público, a tendência à autoproteção dos regulados, a leniência na imposição de sanções e atitudes tolerantes, decorrentes do desejo de evitar publicidade adversa aos negócios.

725. A BM&FBovespa Supervisão de Mercados (BSM) é um braço da B3 que tem por papel orientar, investigar, denunciar e punir más condutas. As principais investigações são convertidas em processos sancionadores internos, posteriormente julgadas por um colegiado composto por profissionais de mercado. A atividade da BSM, contudo, está restrita às delegações de poderes concedidas pela CVM.

726. Ainda que se possa dizer que a atuação do autorregulador atenuaria o problema da falta de assertividade da atuação da CVM, não se pode deixar a cargo do autorregulador papel preponderante num combate que está intrinsicamente ligado à eficiência do mercado de capitais e à proteção dos investidores. É necessário, portanto, que a CVM tenha atuação preponderante nesse sentido, fazendo uma avaliação sistêmica dos casos mais importantes, visando à efetividade na investigação dos casos de maior risco e materialidade envolvendo 'insider trading'.

727. A questão da baixa efetividade no combate ao 'insider trading' é tema recorrente nos meios acadêmicos, havendo trabalhos apontando inclusive a suposta baixa eficácia especificamente da CVM nesse combate. Sendo assim, faz-se necessário recomendar que a CVM avalie, em relação ao combate ao 'insider trading', formas de torná-lo mais efetivo, de modo a, segundo a análise aqui efetuada, implicar maior percentual de condenações, mais do que simplesmente um emaranhado de investigações que termina em termo de compromisso ou absolvição. Mencionem-se dados de trabalho acadêmico específico sobre o combate ao 'insider trading' (https://www.maxwell.vrac.puc-rio.br/22476/22476.PDF) pela CVM:

> *O que a tabela demonstra, no entanto, é que aproximadamente 67% das pessoas que são processadas por terem supostamente negociado com base em informações privilegiadas ou são absolvidas (46%) ou celebram termo de compromisso (21%). Apenas 22% dos indiciados são multados, 2% são condenados a inabilitação ou suspensão e 7% são advertidos.*
> *Os atuais números de acusados, condenações e absolvições tem um grande potencial de passar ao mercado a mensagem de que a negociação com base em informações privilegiadas, se e quando detectada pela CVM, provavelmente terminará em absolvição.*

728. Longe de asseverar como necessariamente verdadeiros os dados acima citados, visto que tais dados não foram coletados pela equipe, mas sim obtidos de trabalho acadêmico realizado em 2013, sujeito a vieses, importante ressaltar que tal aspecto foi de certa forma observado a partir da amostra analisada pela equipe.

729. Ainda que sejam desconsideradas várias transações possivelmente feitas por insider traders que sequer vem à tona, seja por não serem detectadas pelos mecanismos de monitoramento da CVM e da BSM, seja por não apresentarem os requisitos suficientes para embasar a instauração de um processo, observando alguns processos em que as transações foram investigadas, o que se percebe é que muitos são absolvidos ou celebram termo de compromisso, e poucos são condenados.

730. Os números aqui apresentados reforçam a percepção de que a atuação sancionatória da CVM relacionada ao 'insider trading' pode não estar cumprindo seu objetivo de tornar o mercado de capitais mais eficiente e gerar maior proteção aos investidores em geral. Essa preocupação quanto à efetividade já foi inclusive suscitada pelo próprio colegiado da CVM em outro momento (2006), em

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

julgamento referente a um caso de manipulação de preços, mas que se poderia aplicar ao caso de uso de informação relevante não divulgado ao mercado:

> *PAS CVM n° 16/03*
> *02. (...) Há um grande esforço na CVM para uma maior efetividade da sua atuação punitiva, pois se tem a consciência que o funcionamento equânime e eficiente do mercado de valores mobiliários depende da observância das regras existentes e a atuação punitiva é parte complementar necessária para que as regras sejam conhecidas e respeitadas.*
> *03. Maior efetividade na atividade sancionatória não significa maior número de condenações. Significa certeza de punição se, e somente se, uma regra for violada. Em realidade, como é impossível alcançar essa certeza, pois o regulador e as demais forças do mercado não são oniscientes e não tem condições de detectar, comprovar e processar todas as infrações, deve-se entender "certeza" como grande probabilidade de detecção, comprovação e processamento das infrações.*
> *04. Maior efetividade sancionatória, no entanto, significa menor número de absolvições. Da mesma forma que uma violação à regra existente, que não seja seguida da punição apropriada, retira a segurança sobre as regras existentes, uma condenação inadequada traz a mesma insegurança e os mesmos efeitos nefastos para o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários. Ambas negam a certeza do direito, ambas põem em dúvida quais são as regras que se aplicam.*
> *(...)*
> *10. (...) As absolvições (talvez colocar não condenações) são ruins por vários motivos. Internamente, duas consequências óbvias: (i) recursos humanos e materiais da CVM estão sendo utilizados sem que se obtenha um resultado útil; e (ii) as pessoas envolvidas com a atividade acusatória ficam com a sensação de impunidade. Ou seja, passamos, internamente, a impressão de baixa efetividade. Externamente, também, duas consequências óbvias: (i) impomos custos excessivos aos particulares absolvidos, já que precisam apresentar defesa e justificar-se junto à comunidade em razão dessas acusações; e (ii) a atividade sancionatória perde credibilidade, pois se vê que o resultado mais provável, estatisticamente, é a absolvição. Ou seja, passamos a impressão de baixa efetividade.*
> *11. Para o Colegiado, isso também é desgastante. Absolver ou condenar implica o mesmo gasto de tempo e esforço. É preciso analisar os autos, analisar as provas apresentadas pela acusação e sua argumentação e, também, analisar as provas apresentadas na defesa e sua argumentação. É preciso, também, reunir-se em sessão, ouvir defesa oral e, finalmente, julgar.*
> *12. O número excessivo de absolvições, muitas das quais derivam das mesmas falhas acusatórias (inexistência de prova, utilização excessiva de pressuposições, interpretação das regras de direito material em sentido diverso da comumente aceita pelo Colegiado), levam não só à impossibilidade de maior dedicação do Colegiado aos casos mais importantes para o mercado e para o aumento da respeitabilidade da CVM e, também, para as demais atividades por nós exercidas. Ficamos, também, com a sensação de que nossas decisões e orientações são, simplesmente, ignoradas.*

731. No que se refere aos termos de compromisso, por mais que eles não importem a confissão de culpa dos acusados nem tampouco os inocentem tecnicamente, nos casos de 'insider trading', a celebração de termos de compromisso pode ser uma boa forma de os insiders equalizarem os riscos em confronto com o retorno que a utilização de informações privilegiadas pode gerar.

732. O baixo risco de ser condenado pela prática do 'insider trading', somado aos problemas trazidos pela dificuldade em se identificar, processar e condenar as pessoas que se utilizam de informações privilegiadas para negociar no mercado de valores mobiliários, podem causar o efeito inverso daquele pretendido pelas leis de combate ao 'insider trading', tornando o mercado de capitais menos eficiente.

733. Como visto acima, a regulação do 'insider trading', por estar intimamente ligada à busca por um mercado de capitais cada vez mais eficiente, deve se preocupar não só com a existência de regras que proíbem o uso de informações privilegiadas, mas também, e principalmente, com a real possibilidade de aplicar essas regras e punir aqueles que as infringem.

734. Analisando alguns números de processos relacionados à prática de 'insider trading' na CVM, constata-se uma atuação ineficiente no sentido de gerar expectativa de punição e

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

consequentemente desencorajar a prática, resultando em ineficiência do mercado de capitais e falta de proteção aos investidores.

735. Percebe-se, do exposto, considerando a amostra selecionada de casos de 'insider trading' na CVM, que há uma fiscalização razoavelmente numerosa sobre casos de 'insider trading'. Entretanto, observa-se que essa fiscalização carece de foco, no sentido de que é assistemática, pontual e caso a caso. Há indícios de que falta à supervisão uma visão sistêmica do problema.

736. Considerando-se essa perspectiva, dado o grande número de transações diárias no mercado, haveria a necessidade de usar mais intensamente a tecnologia da informação para conferir o necessário tratamento sistematizado a todas as informações dessas oscilações. Na situação ideal, as informações deveriam ser disponibilizadas em um grande banco de dados com todos os elementos relevantes dessas operações, para posterior definição de tipologias que visem a apontar pontos de controle. Por exemplo, o sistema poderia identificar determinado investidor que aparece em várias operações suspeitas, ou determinada corretora ou banco de investimento que, reiterada e sistematicamente, opera grandes volumes em dadas circunstâncias. Poderia, ainda, revelar operações sistemáticas utilizando ações de determinada empresa, em volumes capazes de afetar os preços dos valores mobiliários relacionados (ações, opções, etc.). Enfim, tratar-se-ia da busca por tipologias. O enfoque sistêmico melhoraria a supervisão e a eventual fiscalização, porque propiciaria foco na materialidade das movimentações e nas contrapartes, habituais, principalmente, relacionadas a essas movimentações, por empresa ou por modalidade de operação. Do jeito que está, a supervisão encontra-se dispersa, procurando agulhas no palheiro.

737. Ademais, não parece haver contundência nas investigações a ponto de ensejaram acusações e posteriormente sanções. A causa pode ser simplesmente a dificuldade de provar a prática do 'insider trading', conforme, inclusive, apontado na literatura. Não obstante, é preciso chamar atenção para esse fato, até mesmo para reflexão sobre os custos que a autarquia despende num combate que, do jeito que está sendo feito, tampouco parece eficaz para ensejar um poder dissuasório.

738. Diante da dificuldade em haver acusações e investigações e considerando a aparente pouca eficácia da atuação da CVM, interessante recomendar que sejam avaliados mecanismos visando a melhorar a atuação no combate a casos de 'insider trading', escolhendo casos de maior risco ao mercado e materialidade, focando em um menor número de casos a terem a investigação aprofundada, de modo que se consiga diminuir a quantidade de processos que resultam em absolvições ou não condenações, de maneira a sinalizar ao mercado que a prática não é recompensada.

Casos concretos pontuais

739. Entre os muitos fatores que motivaram a proposta para esta auditoria, um deles foi uma percepção, no âmbito da unidade técnica, de que alguns casos concretos analisados no âmbito de processos no TCU sinalizavam uma possível omissão ou atuação ineficiente da CVM no que se refere a supervisão, fiscalização e sanção em casos de manipulação de preços, uso de informação relevante não divulgada ao mercado e criação de condição artificial de demanda ou oferta.

740. O processo TC 023.792/2015-9, por sua vez, teve inclusive sua instrução postergada pelo fato de que o empresário Eike Batista, principal acionista do Grupo EBX, estava sendo objeto de investigação por parte da CVM em razão de supostas impropriedades em sua atuação no mercado de ações.

741. Para verificar se os indícios de irregularidades apontados em encaminhamentos da unidade técnica no âmbito do TCU haviam entrado no radar da CVM anteriormente ao exame realizado pelo TCU, a equipe fez diversos questionamentos, por meio dos itens 2.c, 2.d e 2.e do ofício de requisição

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

007-343/2018-TCU (peça 44), dos itens 2.a e 2.b do ofício de requisição 012-343/2019-TCU (peça 45) e do item 2.a do ofício de requisição 001-343/2018-TCU (peça 46).

742. No período de 2008 a 2018, foi informada pela SMI a existência de três termos de acusação e três propostas de inquérito administrativo envolvendo valores mobiliários das empresas do grupo X, uma proposta de inquérito administrativo relacionada à empresa JBS e nenhuma relacionada à BNDESPAR (peça 45, resposta itens 2.a do ofício 12). Percebe-se, portanto, que a CVM investigou e apontou irregularidades em situações relacionadas a valores mobiliários da JBS e do Grupo X, ainda que não diretamente nos casos apontados pelo TCU.

743. Em relação aos processos abertos na SMI para apurar possíveis ocorrências envolvendo diretamente valores relacionados às empresas mencionadas, não foi aberto nenhum processo relacionado ao BNDESPAR (p. 3 da peça 44, resposta item 2.e do ofício 7), foram abertos 61 processos relacionados com empresas do Grupo X e 36 referentes à empresa JBS (p. 3-11 da peça 45, resposta item 2.b.1 do ofício 12). Outros ainda trataram de ocorrências envolvendo indiretamente valores relacionados às empresas mencionadas (p. 11-13 da peça 45, resposta item 2.b.2 do ofício 12).

744. Considerando não apenas a SMI, mas outras superintendências, houve ainda mais processos abertos, conforme se depreende da resposta ao item 2.a do ofício de requisição 001-343/2018-TCU (p. 1 da peça 46; planilha "item 2.a_Of 001_SMI.xlsx entre os itens não-digitalizáveis da peça 46). Em um dos processos informados pela SEP, qual seja o RJ 2014/00578, houve recentemente condenação expressiva em função de negociação de ações de emissão da OGX de posse de informação relevante ainda não divulgada ao mercado, além de outras questões (http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2019/20190527-1.html).

745. Diante das informações coletadas, constata-se que, conquanto fosse desejável que todos os indícios de irregularidade apontados em processo do TCU tivessem caído no radar da CVM, por se tratar de assuntos relacionados à esfera de atuação da autarquia, os processos no âmbito do TCU trataram de temas específicos, aprofundados no decorrer da auditoria, e que o fato de não entrarem no radar da CVM não implicaria, necessariamente, omissão ou insuficiência, visto que diversos outras questões relacionadas às empresas mencionadas foram tratadas pela autarquia, conforme se depreende dos processos informados.

746. Entendeu-se, portanto, que faria mais sentido analisar a questão de possível omissão ou insuficiência na atuação sob um enfoque geral do que específico de alguns casos concretos, além de ser necessário restringir o escopo para o caso de uso de informação relevante ainda não divulgada ao mercado, por questões de viabilidade da análise.

Acórdão 952/2014-TCU-Plenário

747. Compilando decisões pretéritas do Tribunal referentes à CVM, encontrou-se o Acórdão 952/2014, que julgou o processo TC 020.818/2013-0, que tratava de representação do MP/TCU acerca da divulgação de atos e fatos relevantes por parte das empresas do grupo EBX, com questionamentos atinentes à regulação feita pela Comissão de Valores Mobiliários. Por meio da decisão, acordaram os Ministros do TCU em:

> *9.2. determinar à Comissão de Valores Mobiliários – CVM que, no prazo de 180 (cento e oitenta) dias, remeta à Secretaria de Controle Externo da Administração Indireta no Rio de Janeiro – SecexEstataisRJ os resultados da conclusão da fase de apuração do Processo RJ-2013-7307, bem como comprovação da adoção das providências cabíveis;*
> *9.3. recomendar à CVM que:*
> *9.3.1 envide esforços junto à Agência Nacional do Petróleo, Gás Natural e Biocombustíveis – ANP para que, em conjunto com essa agência reguladora, mediante instrumento de termo de cooperação, avaliem, de forma sistemática, os eventuais impactos decorrentes das declarações de comercialidade de campos de petróleo apresentadas pelas empresas de capital aberto, a exemplo*

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

da Companhia OGX Petróleo e Gás Participações S.A., e crie mecanismos que possibilitem aferir a adequação e fidedignidade das informações, bem como a correta divulgação dos fatos relevantes pelas empresas, em decorrência dessas declarações, consoante o § 4º do art. 11 da Lei 6.385/76;
9.3.2 discipline aspectos relativos à divulgação de informações, tratadas na Instrução CVM 358/2002, de forma a orientar e disciplinar o uso das redes sociais da internet como forma de comunicação entre as empresas e os investidores;
9.3.3 implemente rotinas diferenciadas para acompanhamento de todas as Informações Relevantes e Comunicados ao Mercado divulgados por empresas pré-operacionais, expedindo normas reguladoras que assegurem maior proteção aos pequenos e médios investidores, menos qualificados a operar no mercado de ações, de molde a evitar situações semelhantes à ocorrida com a empresa OGX Petróleo e Gás Participações S.A., haja vista a peculiaridade do negócio desse tipo de empresa e do risco para tais investidores e para a poupança popular;
9.3.4 aperfeiçoe os critérios de seleção das operações que serão submetidas a exame, conforme planos bienais autorizados pela Resolução CMN 3.427/06 e regulamentado pela Deliberação CVM 521/07, considerando a plausibilidade de uma abordagem específica sobre empresas que compõem o índice Ibovespa; (...)

748. Em relação à determinação contida no item 9.2 do Acórdão 952/2014-TCU-Plenário, pode-se considerar como cumprida, haja vista que o processo foi julgado e as providências tomadas. No âmbito do processo RJ201307307, concluiu-se pela instauração do Processo Sancionador RJ201406517, processo instaurado para apurar responsabilidade dos administradores acerca da divulgação inadequada entre 2009 e 2012 de fatos relevantes da OGX (atual Óleo e Gás Participações S.A.).

749. O julgamento do Processo Sancionador RJ201406517 ocorreu em 25/6/2019, tendo sido decidido conforme abaixo:

Ementa: Divulgação de fatos relevantes como instrumento de manipulação de preços da OGX Petróleo e Gás Participações S.A. Divulgação de fato relevante com omissão material, induzindo investidores a erro. Infração ao inciso I, na forma prevista pelo item II, 'b', da Instrução CVM nº 08/79. Infração ao art. 153 da Lei nº 6.404/76, c/c o art. 14 da Instrução CVM nº 480/09. ***Absolvições e Multas****.*
Decisão: Vistos, relatados e discutidos os autos, o Colegiado da CVM, com fundamento no art. 11 da Lei nº 6.385/76, decidiu: 1. Por maioria de votos: 1.1. Aplicar ao acusado Luiz Eduardo Guimarães Carneiro, na qualidade de diretor-presidente da OGX, a penalidade de multa pecuniária no valor de R$ 300.000,00 (trezentos mil reais), por não ter agido com o cuidado e a diligência esperados de um administrador de companhia aberta, ao concordar com a divulgação, em 13.03.13, de fato relevante omisso, induzindo a erro investidores da OGX Petróleo e Gás Participações S.A., em infração ao art. 153 da Lei nº 6.404/76. 2. Por unanimidade de votos: 2.1. Aplicar ao acusado Roberto Bernardes Monteiro, na qualidade de diretor de relações com investidores da OGX, a penalidade de multa pecuniária no valor de R$ 300.000,00 (trezentos mil reais), pela divulgação, em 13.03.13, de fato relevante omisso, induzindo a erro investidores da OGX Petróleo e Gás Participações S.A., em infração ao art. 14 da Instrução CVM nº 480/09; 2.2. Absolver os acusados Eike Fuhrken Batista, Reinaldo José Belotti Vargas, José Roberto Penna Chaves Faveret Cavalcanti, Marcelo Faber Torres e Paulo Manuel Mendes de Mendonça. 2.3. Pela extinção de punibilidade para o acusado Paulo de Tarso Martins Guimarães, em razão do seu falecimento no curso do processo. A Sessão de Julgamento do presente processo foi iniciada em 27 de maio de 2019, ocasião em que o Diretor relator Henrique Machado reconheceu a extinção de punibilidade para o acusado Paulo de Tarso Martins Guimarães, em razão do seu falecimento no curso do processo e votou pela (i) pela aplicação da penalidade de multa pecuniária individual no valor de R$ 300.000,00 (trezentos mil reais) para os acusados Roberto Bernardes Monteiro e Luiz Eduardo Guimarães Carneiro; e (ii) pela absolvição dos acusados Eike Fuhrken Batista, José Roberto Penna Chaves Faveret Cavalcanti, Marcelo Faber Torres, Paulo Manuel Mendes de Mendonça e Reinaldo José Belotti Vargas. Após a leitura do voto do Relator, o Presidente Marcelo Barbosa pediu vista dos autos, e suspendeu a sessão.

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

750. Em relação às recomendações exaradas no âmbito do Acórdão 952/2014-TCU-Plenário, algumas delas acabaram sendo tratadas, ainda que de forma indireta, ao longo deste achado referente à possível omissão ou atuação ineficiente no combate aos casos de 'insider trading'.

751. Especificamente em relação ao item 9.3.2 do Acórdão, alterações subsequentes na IN CVM 358/02, tais qual a contida na IN CVM 547/2014, atenderam à essência do proposto na recomendação.

752. As recomendações dos itens 9.3.1 e 9.3.3 tratam de medidas específicas visando à correção na divulgação dos fatos relevantes pelas empresas em algumas situações, como no caso de haver declaração de comercialidade de campos de petróleo e no caso de empresas pré-operacionais. As recomendações decorreram da percepção do TCU a partir do caso concreto analisado. Alguns julgados subsequentes da autarquia, mencionados ao longo deste relatório, demonstram que a CVM tratou a questão buscando combater os insiders, da forma que lhe parecia adequada, ainda que sem alterações normativas específicas no sentido de atender as recomendações.

753. No que tange ao item 9.3.4, a CVM utiliza critérios de seleção das operações que serão submetidas a exame, conforme explicado na parte introdutória sobre Supervisão Baseada em Risco. De todo modo, a essência da recomendação, no sentido de aperfeiçoar os critérios considerando uma abordagem específica sobre empresas que compõem o índice Ibovespa vai ao encontro de propostas deste achado no sentido de recomendar maior foco no combate ao 'insider trading', atentando para critérios como risco e materialidade, evitando a dispersão da organização regulatória e o dispêndio de recursos em processos que não ensejam condenações.

754. Diante disso, entende-se como parcialmente cumpridas as recomendações contidas no item 9.3 e subitens do Acórdão 952/2014-TCU-Plenário, encerrando-se a necessidade de monitoramento adicional sobre os aspectos lá mencionados.

III.4.3. Objetos:

- *Processos Administrativos Sancionadores envolvendo 'insider trading' (peça 44, itens não-digitalizáveis);*
- *Termos de Acusação envolvendo casos de 'insider trading' (peça 44, itens não-digitalizáveis);*
- *Propostas de Inquérito Administrativos envolvendo casos de 'insider trading' (peça 44, itens não-digitalizáveis);*
- *Relatórios Gerenciais SMI (peça 44, itens não-digitalizáveis).*

III.4.4. Critérios

- *Arts. 4º, incisos III, IV (alínea c) e VI; 8º, inciso III; 19; 20; e 22, § 1º, incisos I, V e VI, da Lei 6.385, de 7 de dezembro de 1976; e art. 157 da Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976;*
- *Instrução Normativa CVM 358/2002 (alterada pelas Instruções 369/02, 449/07, 547/14, 552/14, 568/15, 590/17 e 604/18);*
- *Código de Defesa do Consumidor (lei 8.078/90, art. 6º, VI e VII), Lei de Ação Civil Pública (lei 7.347/85, art. 1º, IV) e lei 7.913/89.*

III.4.5. Evidências

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

- *Respostas aos ofícios de requisição: item 2.a do ofício de requisição 001-343/2018-TCU (p. 1 e planilha eletrônica contida entre os itens não-digitalizáveis da peça 46); item h do ofício de requisição 002-343/2018-TCU (p. 3-4 da peça 43); itens c, d, e, f, g, h, u, n, o do ofício de requisição 007-343/2018-TCU (p. 2-6 e itens não-digitalizáveis da peça 44); itens a, b, c, d, e do ofício de requisição 012-343/2019-TCU (p. 2-21 da peça 45); itens 2.a.1, 2.a.2 e 2.a.3 do ofício de requisição 015-343/2019-TCU (peça 48 – ofício – e p. 1-4 da peça 49).*
- *Documentos coletados na internet ou site da CVM mencionados ao longo do texto.*

III.4.6. Causas

755. Constata-se uma escolha regulatória no sentido de supervisionar o mercado de forma assistemática. Efetivamente, tal forma de atuar revelou a incidência da sanção sobre agentes de pequena expressão, em operações de pequena monta, comparadas às demais, presentes no universo das transações de mercado.

756. Cabe lembrar que, no tocante à supervisão das transações de mercado, a CVM conta com o importante auxílio institucional da B3. Trata-se de um significativo aparato, que abrange tanto recursos de tecnologia da informação como humanos, de alto nível. Consequentemente, à CVM, em certo sentido, bastaria estabelecer as novas diretrizes de supervisão e executá-las com o auxílio da BSM.

757. Essa cooperação institucional com o autorregulador poderia também mitigar a falta de servidores e, eventualmente, a necessidade de maior capacitação desses servidores. Tais deficiências, ainda que pertinentes, são problemas que acometem vários órgãos e cuja solução em geral se vislumbra no longo prazo.

758. Da forma como é realizada atualmente, a supervisão sobre o mercado faz com que o custo-benefício do combate ao 'insider trading' não seja tão significativo como poderia ser. Logo, quanto melhor for o foco da supervisão, tanto melhor será sua eficácia e, por conseguinte, seu benefício, em linha com o disposto na literatura acadêmica sobre o tema (conforme apontado pela própria autarquia em resposta ao ofício de requisição 015-343/2019-TCU, às p. 1-4 da peça 49, incluindo o texto "The Law and Economics of 'insider trading' 2.0", da UCLA School of Law, entre os itens não-digitalizáveis).

759. Adicionalmente, a autarquia está obrigada ao combate do uso de informação relevante ainda não divulgada ao mercado, por força legal. Consequentemente, a ação constitui dever legal inadiável, de cujo sucesso depende o aumento da confiança do pequeno investidor no mercado. A cooperação institucional voltada à sistematização de práticas antiequitativas de mercado estaria inclusive em linha com a política de redução dos custos de observância.

III.4.7. Efeitos

760. A atuação insuficiente da CVM em relação à fiscalização do uso de informação relevante não divulgada ao mercado resulta no cometimento de crimes e perda de confiança no mercado de capitais.

761. Quanto mais os investidores perceberem que há atuação de insiders, mais se afastarão do mercado de capitais com o receio de tomarem prejuízos em função de assimetria de informação.

762. O 'insider trading' é ilícito com elevado potencial danoso, impactando não apenas as pessoas diretamente relacionadas com a operação que se utiliza de informação privilegiada, mas também o mercado de capitais como um todo, afetando a confiança dos investidores.

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

763. O bem jurídico que fica abalado é a confiança depositada pelos investidores no mercado a fim de assegurar seu correto funcionamento. A credibilidade das operações do mercado de valores mobiliários se consubstancia na transparência das informações e na divulgação ampla de fato ou ato relevante a fim de garantir a igualdade de condições a todos investidores de operar no mercado de capitais.

764. Um número excessivo ou considerável de absolvições face às condenações em casos de 'insider trading' pode passar ao mercado a impressão de que a relação custo/benefício na utilização de informações privilegiadas compensa o relativamente baixo risco de ser pego.

III.4.8. Proposta de encaminhamento

765. Diante do exposto, o que se percebe é uma omissão ou atuação insuficiente da CVM na fiscalização dos casos de 'insider trading'. Omissão ou insuficiência não no sentido de haver pouca fiscalização, mas ao que parece no sentido de haver fiscalizações dispersas e com pouco resultado prático, sem foco levando em consideração critérios como risco e materialidade, e também sem haver avaliação sistêmica buscando os focos mencionados, uma vez que parte da fiscalização fica a cargo do autorregulador.

766. Sem entrar no mérito da análise de cada um dos casos que passam pelos comitês de comunicação e de detecção, o que se percebe é que os comitês fazem uma análise perfunctória dos casos, levando adiante apenas os que julgam mais graves. A seleção dos casos é feita, em sua maioria, a partir de processos oriundos da BSM, percepção dos analistas da CVM em função de oscilações atípicas e outros fatores e denúncias provenientes da SOI. Não parece haver, nessa sistemática de seleção, uma visão macro que busque identificar atores que representariam mais riscos e maior materialidade, como determinados investidores institucionais, papéis específicos, intermediários usualmente utilizados como veículo, etc.

767. A análise qualitativa da ação da CVM sinaliza que existe o risco de que a irregularidade cometida por insiders seja recompensada, de modo que seria prudente aumentar iniciativas que busquem maior foco nos casos de insiders analisados, ponderando questões de risco e materialidade com a disponibilidade fiscalizatória, visando a uma maior contundência nas decisões e menor desperdício de recursos.

768. Nesse sentido, fazem-se as recomendações abaixo:

768.1. Recomendar que a fiscalização de casos de 'insider trading' seja focada em critérios que considerem mais aspectos de risco e materialidade em confronto com as disponibilidades existentes, visando ao aumento da contundência nas decisões e diminuição do desperdício de recursos em fiscalizações/investigações. Ao focar em um menor número de casos, permite-se investigação mais aprofundada nos casos mais relevantes, o que pode diminuir a quantidade de processos que resultam em absolvições ou não condenações, sinalizando ao mercado que a prática não é recompensada.

768.2. Recomendar que haja maior planejamento sistêmico das fiscalizações de iniciativa própria nos casos de 'insider trading' segundo critérios de risco e materialidade, evitando excesso de fiscalizações por demanda e consequente dispersão da organização regulatória.

768.3. Recomendar que seja avaliada a exclusão da necessidade de divulgação de ato ou fato relevante em jornal de grande circulação nacional, uma vez que tal previsão do parágrafo 4º do art. 3º pode inclusive dar ensejo a uma justificativa para o descumprimento da necessidade de divulgação imediata.

768.4. Recomendar que a CVM reavalie o procedimento de buscar causas ocultas para oscilações atípicas por meio do envio de e-mails às companhias abertas, uma vez que não parece trazer resultados

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

práticos no combate ao 'insider trading', seja pela constatação concreta a partir da amostra verificada, seja na constatação abstrata de que as empresas vão evitar admitir que cometeram uma infração ao responder o questionamento.

768.5. Recomendar à CVM que busque mecanismos que permitam aferir se parentes e pessoas próximas de insiders primários, prévia e periodicamente estipuladas, negociaram em períodos vedados aos insiders primários, o que permitiria caracterizar casos de uso, por alguns insiders secundários, de informação relevante não divulgada ao mercado.

768.6. Considerar cumprida a determinação contida no item 9.2 do Acórdão 952/2014-TCU-Plenário, haja vista que o processo foi julgado e as providências tomadas, e parcialmente cumpridas as recomendações contidas no item 9.3 e subitens do Acórdão 952/2014-TCU-Plenário, encerrando-se a necessidade de monitoramento adicional sobre os aspectos lá mencionados.

III.4.9. Comentários dos Gestores

769. As propostas de recomendação acima listadas foram submetidas aos comentários dos gestores da CVM, que apresentaram as seguintes considerações:

> *III - COMENTÁRIOS À PROPOSTA DE RECOMENDAÇÃO "e" [do Pronunciamento do Supervisor da Fiscalização, à peça 84]*
> *e) Recomendar à Comissão de Valores Mobiliários, com fundamento no art. 43, inciso I, da Lei 8.443/1992, combinado com o art. 250, inciso III, do Regimento Interno do Tribunal de Contas da União (RITCU), que a fiscalização de casos de 'insider trading' seja focada em critérios que considerem mais aspectos de risco e materialidade, em confronto com as disponibilidades existentes (item 743.1 do relatório preliminar de auditoria).*
> *1. A proposta de recomendação acima está totalmente alinhada (e, portanto, o seu teor já está plenamente atendido) com o que consta da recente Instrução CVM nº 607, de 17 de junho de 2019, que, além de no seu art. 3º, parágrafo único, enfatizar o que dispõe a Lei nº 6.385/76, quando estabelece que "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", dispõe, no seu art. 4º, que as superintendências podem deixar de lavrar acusação nos casos em que "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".*
> *2. Nesse sentido, as áreas técnicas competentes (Superintendência de Empresas - SEP e Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários - SMI) já vêm racionalizando ainda mais as suas atuações nos exatos termos do que consta da proposta de recomendação acima.*
> *3. Aliás, isso vem, basicamente, ocorrendo em relação às áreas técnicas da CVM como um todo, conforme se verifica analisando as informações sobre o número dos Ofícios de Alerta (instrumentos alternativos a procedimentos sancionadores no âmbito da atuação da Autarquia que viabilizam a emissão de alerta/recomendação a regulado que, em sendo observado, leva ao arquivamento do assunto) no ano de 2019 e no primeiro semestre de 2020 (vide, a propósito, o Relatório de Atividade Sancionadora da CVM disponível em http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/publicacao/relatorio_atividade_sancionadora/anexos/2020/20200903_relatorio_atividade_sancionadora_2o_trimestre_2020_v; p. 9). Note-se, por exemplo, que a utilização de Ofícios de Alerta em 2019 aumentou 36,7% em relação ao ano de 2018.*
> *4. A atenção para as potencialidades desse tipo de mecanismo alternativo para tratamento de possíveis irregularidades no âmbito da CVM é tal que a Autarquia está, neste momento, desenvolvendo indicador de efetividade que abrangerá medidas da espécie no âmbito de processo de revisão dos seus indicadores institucionais de desempenho. Uma vez implementado, esse indicador permitirá monitorar ainda melhor o grau de utilização daqueles instrumentos, os resultados obtidos e, com isso, inclusive promover eventuais ajustes para maximizar, permanentemente, os resultados do esforço de supervisão empreendido pela CVM, com emprego da menor quantidade de recursos possível.*
> *5. Assim, a proposta de recomendação acima perdeu o objeto em razão de fatos supervenientes ao trabalho de auditoria de que se trata.*

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

IV - COMENTÁRIOS À PROPOSTA DE RECOMENDAÇÃO "f"

f) Recomendar à Comissão de Valores Mobiliários, com fundamento no art. 43, inciso I, da Lei 8.443/1992, combinado com o art. 250, inciso III, do Regimento Interno do Tribunal de Contas da União (RITCU), que haja maior planejamento sistêmico das fiscalizações de iniciativa própria nos casos de 'insider trading' segundo critérios de risco e materialidade (item 743.2 do relatório preliminar de auditoria). [Os grifos encontram-se presentes no texto original].

1. A proposta de recomendação em tela está alinhada com os princípios que já norteiam a atuação da CVM e que já são a base do seu SBR – Supervisão Baseada em Risco. A Autarquia tem se esforçado para aprimorar seus controles de monitoramento de operações e avaliação de riscos, de forma a concentrar seus recursos na apuração de indícios de irregularidades que tenham o potencial de proporcionar maior efeito educativo aos participantes de mercado, desestimulando práticas abusivas e que infrinjam as normas vigentes. Nessa linha, as fiscalizações têm sido concentradas nos participantes do mercado com maior exposição no ativo e as operações selecionadas para análise passam por filtro de materialidade e atipicidade de oscilações.

2. Assim, entendemos que a proposta de recomendação acima está objetivamente prejudicada.

V - COMENTÁRIOS À PROPOSTA DE RECOMENDAÇÃO "g"

g) Recomendar à Comissão de Valores Mobiliários, com fundamento no art. 43, inciso I, da Lei 8.443/1992, combinado com o art. 250, inciso III, do Regimento Interno do Tribunal de Contas da União (RITCU), que seja avaliada a exclusão da necessidade de divulgação de ato ou fato relevante em jornal de grande circulação nacional (item 743.3 do relatório preliminar de auditoria). [Os grifos encontram-se presentes no texto original].

1. Em relação a essa proposta de recomendação, lembramos que, por meio da Instrução CVM nº 547/14, a CVM alterou a Instrução CVM nº 358/02, de modo a flexibilizar a regra de divulgação de informações sobre atos ou fatos relevantes, que passaram a poder ser divulgados não só em jornais de grande circulação habitualmente utilizados pela companhia, como também, cumulativa ou alternativamente, por meio de portais de notícias com páginas na rede mundial de computadores, que disponibilizem, em seção disponível para acesso gratuito, a informação em sua integralidade (vide § 4º do art. 3º da ICVM nº 358/02)

2. Medida semelhante foi adotada por meio da Instrução CVM nº 548/14, alteradora da Instrução CVM nº 400/03, que dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários nos mercados primário ou secundário. O principal objetivo da nova norma foi dispensar o dever de publicar os avisos obrigatórios das ofertas públicas em jornais. A norma exige a divulgação desses avisos na internet (nas páginas da emissora, do ofertante, da instituição intermediária, da CVM e da entidade administradora do mercado).

3. Assim, não procede o que consta da proposta de recomendação em tela.

VI - COMENTÁRIOS À PROPOSTA DE RECOMENDAÇÃO "h"

h) Recomendar à Comissão de Valores Mobiliários, com fundamento no art. 43, inciso I, da Lei 8.443/1992, combinado com o art. 250, inciso III, do Regimento Interno do Tribunal de Contas da União (RITCU), que reavalie o procedimento de buscar causas ocultas para oscilações atípicas por meio do envio de e-mails às companhias abertas (item 743.4 do relatório preliminar de auditoria).

1. Do ponto de vista da apuração de irregularidades em operações com uso de informação privilegiada, a jurisprudência da CVM e, inclusive, do Supremo Tribunal Federal, são pacíficas no sentido de que os casos de 'insider trading' podem ser decididos com base em provas indiciárias, desde, portanto, que a acusação seja apoiada por uma pluralidade de indícios sólidos e convergentes, que não sejam contraditados por contraindícios suficientes. Dessa forma, a atipicidade das cotações é apenas o ponto de partida na coleta de informações que podem evoluir para um conjunto de indícios de irregularidades que justificariam um processo sancionador. A companhia pode legitimamente, por exemplo, apresentar desde logo contraindícios suficientes, como, por exemplo, justificação da oscilação por problemas no seu setor de atuação ou na alteração dos preços de suas matérias-primas. Nesse sentido, o envio de e-mails às companhias as obriga a dar publicidade dos fatos sobre os quais elas têm conhecimento, que explicariam a oscilação observada, e que podem ser úteis aos investidores menos informados sobre fatores que afetam os negócios da companhia.

2. Pelo exposto, entendemos dissonante do interesse público e regulatório sob os cuidados da Autarquia a proposta de recomendação acima.

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

VII - COMENTÁRIOS À RECOMENDAÇÃO "i"

i) Recomendar à Comissão de Valores Mobiliários, com fundamento no art. 43, inciso I, da Lei 8.443/1992, combinado com o art. 250, inciso III, do Regimento Interno do Tribunal de Contas da União (RITCU), que busque mecanismos que permitam aferir se parentes e pessoas próximas de insiders primários, prévia e periodicamente estipuladas, negociaram em períodos vedados aos insiders primários (item 743.5 do relatório preliminar de auditoria).

1. A proposta de recomendação acima sempre foi preocupação da CVM, o que inclusive ensejou a alteração do art. 11, §2º, da Instrução CVM nº 358/02. A Instrução CVM nº 590/17, deu nova redação ao dispositivo da ICVM 358/02, estendendo a obrigação de informar as negociações com valores mobiliários da companhia ao cônjuge do insider primário, ao seu companheiro(a) e a qualquer dependente incluído em sua declaração de ajuste anual do imposto sobre a renda, bem como a sociedades por eles controladas direta ou indiretamente.

2. Assim, entendemos que a proposta de recomendação acima está objetivamente prejudicada.

<u>III.4.10. Análise dos Comentários dos Gestores</u>

770. No que concerne à proposta de recomendação constante do item "755.1", tendo em vista o implemento normativo citado pela autarquia, considera-se atendida a recomendação, pelo prisma normativo da regulação. De forma análoga, levando em conta o número de ofícios de alerta expedidos, conforme relatado pela reguladora do mercado, fato superveniente ao trabalho de campo da auditoria, aceita-se o argumento da autarquia federal no sentido de que a recomendação pode ser considerada atendida.

771. No que tange à proposta de recomendação consignada no item "755.2", os gestores consideraram que a proposta estaria "objetivamente prejudicada", levando em conta que já está alinhada com os princípios que já norteiam a atuação da CVM e que já são a base do seu SBR – Supervisão Baseada em Risco. À vista desse posicionamento, não se vê utilidade em reiterar a recomendação, uma vez que a efetividade das ações regulatórias demonstrará, eventualmente, a eficácia da supervisão.

772. Relativamente à proposição do item "755.3", a autarquia sua improcedência, à vista do que dispõe o Instrução CVM nº 547/14 sobre a observância do § 4º do art. 3º da ICVM nº 358/02. Nesses termos, a proposta perde seu objeto.

773. Adicionalmente, a CVM entendeu a proposta contida no item "755.4 dissonante do interesse público e regulatório sob os cuidados da Autarquia", uma vez que a "companhia pode legitimamente, por exemplo, apresentar desde logo contraindícios suficientes, como, por exemplo, justificação da oscilação por problemas no seu setor de atuação ou na alteração dos preços de suas matérias-primas. Nesse sentido, o envio de e-mails às companhias as obriga a dar publicidade dos fatos sobre os quais elas têm conhecimento, que explicariam a oscilação observada, e que podem ser úteis aos investidores menos informados sobre fatores que afetam os negócios da companhia". À vista dessas considerações, não se observa utilidade prática em reiterar a recomendação.

774. Finalmente, no que concerne à proposição contida no item "755.5", a CVM arguiu que a "Instrução CVM nº 590/17, deu nova redação ao dispositivo da ICVM 358/02, estendendo a obrigação de informar as negociações com valores mobiliários da companhia ao cônjuge do insider primário, ao seu companheiro(a) e a qualquer dependente incluído em sua declaração de ajuste anual do imposto sobre a renda, bem como a sociedades por eles controladas direta ou indiretamente". Por conseguinte, considera-se a recomendação prejudicada.

775. Não obstante restarem prejudicadas as recomendações sugeridas em caráter preliminar, resta o problema regulatório a enfrentar. Efetivamente, constatou-se inefetividade (insuficiente efetividade) na supervisão, na fiscalização e na sanção ao fenômeno conhecido internacionalmente como 'insider trading', que não se reduz, mas é tipificado na lei como sendo o uso (ilegal) de informação ainda não divulgada ao mercado. Nesse quadrante, não somente foram constatadas detecções esparsas

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

e assistemáticas, relativamente ao universo das operações de mercado, como, mais grave, foi constatada atividade sancionatória virtualmente nula no período analisado. Logo, há oportunidade de melhoria, ou melhor, é preciso lograr maiores níveis de efetividade supervisória e sancionatória sobre os mercados regulados, segregando práticas de como 'insider trading' reiteradas de grandes atores, em primeiro lugar, a fim de, aplicando-lhes as sanções devidas, a autarquia possa produzir o efeito pedagógico que pretende.

776. Ante o exposto, com finalidade essencialmente colaborativa, propor-se-á recomendação à CVM no sentido de que promova ações de supervisão, fiscalização e sanção mais efetivas e eficientes, de modo a eficazmente coibir ou prevenir o uso de informação relevante ainda não divulgada publicamente no mercado de valores mobiliários, em conformidade com o mandato legal conferido à autarquia de proteger os investidores do mercado e os titulares de valores mobiliários, em particular.

III.4.11. Proposta definitiva de encaminhamento

777. Recomendar à Comissão de Valores Mobiliários, com fundamento no art. 43, inciso I, da Lei 8.443/1992, combinado com o art. 250, inciso III, do Regimento Interno do Tribunal de Contas da União (RITCU), e no artigo 11 da Resolução-TCU 315, de 2020, que promova ações regulatórias de supervisão, fiscalização e sanção mais efetivas e eficientes, de modo a eficazmente coibir ou prevenir o uso de informação relevante ainda não divulgada publicamente no mercado de valores mobiliários (itens 770 a 776).

III.5. Indícios de insuficiente fiscalização da atividade dos agentes autônomos de investimentos (AAI) pela CVM.

III.5.1. Descrição do achado

778. Indícios de insuficiente fiscalização da atividade dos agentes autônomos de investimentos (AAI) pela CVM.

III.5.2. Situação encontrada

779. Considerando a vertente da proteção dos investidores dentro do escopo dos mandatos da CVM, uma das questões de auditoria buscou responder se a CVM atua de forma tempestiva, razoável e abrangente no sentido de proteger os investidores em relação especificamente às atividades relacionadas aos agentes autônomos de investimento – AAI.

780. Dois aspectos foram considerados, quais sejam: expectativa dos AAI em serem condenados no caso de cometimento de irregularidades e eventual possibilidade de captura da autarquia por instituições às quais os AAI estão necessariamente vinculados (distribuidoras, corretoras e outros atores do mercado de capitais).

781. Tendo isso em vista, primeiramente busca-se explicar em mais detalhes a atividade dos AAI, sua importância e possíveis irregularidades relacionadas, para na sequência ser mostrada uma avaliação quantitativa e qualitativa da CVM no que tange à atuação dos AAI e, por fim, são feitos comentários e análises sobre como a CVM vem lidando com a atuação das instituições às quais os AAI se vinculam.

O papel dos agentes autônomos e o risco do conflito de interesse em suas atividades

782. Antes de adentrarmos na problemática exposta na questão de auditoria, faz-se necessário aprofundar o esclarecimento feito na visão geral sobre o papel dos agentes autônomos e sua

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

importância no cenário brasileiro. Para muitos investidores, o AAI é o caminho de entrada no mercado de capitais.

783. O papel dos agentes autônomos é mencionado na lei 6.385/76, que, em seu art. 15, inciso III, estabelece como compreendidos no sistema de distribuição de valores mobiliários as sociedades e os agentes autônomos que exerçam atividades de mediação na negociação de valores mobiliários, em bolsas de valores ou no mercado de balcão. O art. 16, inciso III, por sua vez, dispõe que depende de prévia autorização da Comissão de Valores Mobiliários o exercício da atividade de mediação ou corretagem de operações com valores mobiliários.

784. Conforme expresso na Instrução Normativa CVM 497/2011 (peça 50), os agentes autônomos de investimentos (AAI) atuam como prepostos de uma instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários, tendo como função ou atividade a prospecção e captação de clientes, a recepção e registro de ordens e transmissão, e a prestação de informações sobre os produtos oferecidos e sobre os serviços prestados pela instituição.

785. Para que as atividades de AAI possam ser desempenhadas sem prejuízos aos investidores, a norma exige que haja credenciamento e registro, após aprovação em exame por entidade credenciadora autorizada pela CVM (no caso, a Associação Nacional das Corretoras e Distribuidores de Títulos e Valores Mobiliários, Câmbio e Mercadorias – ANCORD). Várias obrigações e vedações são impostas para o exercício da atividade. Entre as vedações, destacam-se aquelas que visam a evitar conflitos de interesses dos AAI que poderiam prejudicar o investidor.

786. No mercado financeiro, um conflito de interesses funciona como uma barreira entre o investidor e seus objetivos financeiros. Isso acontece porque o profissional que está auxiliando o investidor pode possuir duas motivações diferentes, quais sejam: ajudar o investidor a chegar mais longe e cumprir seus objetivos; e gerar uma receita de curto prazo para a sua prática profissional às custas do bem-estar financeiro do investidor.

787. Por esse motivo, são vedadas ao AAI, entre outras práticas, receber de clientes/investidores remuneração para prestação de quaisquer serviços, contratar com clientes ou realizar, ainda que a título gratuito, serviços de administração de carteira de valores mobiliários, consultoria ou análise de valores mobiliários (atividades que foram descritas na parte introdutória deste relatório).

788. O racional por trás dessas vedações é que a remuneração dos AAI advém de uma parte do custo que o cliente/investidor tem ao investir em ativos financeiros, de modo que se o AAI pudesse também ser consultor financeiro ou administrar carteira de valores mobiliários, estaria mais incentivado a indicar decisões de alocação dos recursos do cliente/investidor que poderiam estar desalinhadas com o interesse desse cliente/investidor.

789. Para que uma atividade de consultoria ou planejamento financeiro tenha de fato valor para quem a contrata, é necessária uma avaliação independente, incompatível com as restrições aplicáveis ao AAI, que atuam necessariamente como preposto de um intermediário, ou seja, só podem oferecer produtos deste intermediário ao qual estão vinculados.

Aspectos quantitativos da fiscalização da CVM e do autorregulador sobre os AAI

790. Tendo em vista a função importante dos AAI na distribuição de valores mobiliários, bem como os possíveis conflitos de interesse que podem advir de sua atuação e os consequentes prejuízos aos investidores, a CVM exerce importante papel na normatização e fiscalização dessas atividades.

791. No âmbito da CVM, cabe à Superintendência de Mercados e Intermediários (SMI), e mais especificamente à Gerência de Estrutura de Mercado e Sistemas Eletrônicos (GME), a fiscalização das atividades dos AAI.

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

792. Cumpre informar ainda que a Bovespa Supervisão de Mercado – BSM, na condição de autorreguladora, por força do disposto no art. 17 da Lei 6.385/76, também atua na fiscalização do mercado financeiro, e por consequência dos AAI, seguindo planejamento anual de atividades aprovado pela SMI.

793. Seja diretamente, seja indiretamente por meio dos autorreguladores, é essencial que a CVM consiga fiscalizar as atividades relacionadas aos agentes autônomos, de modo a evitar que investidores sejam prejudicados em função de conflitos de interesse no caso de atividades exercidas indevidamente por agentes autônomos, além dos casos de atividades exercidas por pessoas se passando indevidamente por agentes autônomos.

794. Corrobora essa preocupação o fato de que tem havido crescimento cada vez maior do número de AAI atuando no mercado brasileiro. A quantidade de agentes autônomos em atividade em 2018 era de 7.745, número que atualmente já está na casa dos 10 mil. O crescimento e a importância da atuação da autarquia na fiscalização das atividades dos AAI são fatos conhecidos, conforme pode ser percebido do disposto no Ofício Circular SMI 4/2018 (peça 51):

> *O agente autônomo de investimentos tem, pelo seu contato próximo ao investidor, função importante na distribuição de valores mobiliários. Além disso, os números do setor mostram que vem aumentando de maneira significativa o número de agentes registrados e em atuação. Nesse contexto, é inegável a importância da integral observância desses profissionais e das instituições que os contratam ao que determina a legislação vigente.*
> *(...)*
> *O agente autônomo atua no mercado financeiro e tem sob sua responsabilidade parcela da poupança popular. Assim, ele influencia decisões que podem ter grande peso tanto para os investidores envolvidos quanto para a reputação do mercado como um todo.*

795. Considerando o crescimento do número de AAI e a importância de a CVM fiscalizar a atividade deles, foram coletados alguns elementos que permitem uma avaliação da atividade fiscalizatória pela CVM em relação às atividades de AAI, tais quais: a quantidade de reclamações feitas por investidores junto à CVM, a quantidade de processos administrativos abertos pela CVM, a quantidade de inquéritos administrativos propostos, a quantidade de termos de acusação oferecidos e o desfecho de alguns desses termos de acusação.

796. Conforme dinâmica fiscalizatória da CVM, a autarquia atua ora por demanda, ora de forma espontânea (por meio da Supervisão Baseada em Risco – SBR), sendo importante mencionar a quantidade total estimada de processos relacionados a indícios de irregularidades na atividade de agentes autônomos de investimentos, seja decorrente de atuações por demanda, seja por atuações espontâneas.

797. Em função de dificuldades apontadas pela autarquia para informação do quantitativo total entre 2008 e 2018, trabalhou-se com o quantitativo que tramitou na Superintendência de Mercados e Intermediários (SMI), mais especificamente na Gerência de Estrutura de Mercado e Sistemas Eletrônicos (GME), nos meses de agosto a outubro de 2018.

798. No período, houve 89 processos em tramitação na GME que envolviam a apuração de indícios de irregularidades na atividade de AAI, sendo que 29 tiveram origem espontânea, e o restante decorreu de denúncias de participantes, do autorregulador (Bovespa Supervisão do Mercado – BSM), de comunicação de outras áreas da CVM, da Ancord e de reclamações de investidor (peça 44, ofício 7, letra l). A maioria referia-se a possíveis atuações irregulares de AAI, e sete processos tratavam da atuação como AAI por pessoa não registrada.

799. No ano de 2018 foram abertos, na SMI/GME, dezoito processos relacionados a indícios de irregularidades na atividade de agentes autônomos de investimentos, sendo sete originados espontaneamente na CVM (por meio da Supervisão Baseada em Risco – SBR), e onze decorrentes de

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

fatores externos (na maioria dos casos, por meio da atuação da BSM como autorregulador), conforme tabela exposta à p. 3 da peça 45 (resposta ofício 12, item d).

800. Considerando a quantidade de processos envolvendo indícios de irregularidades na atuação de AAI em tramitação na GME no período de agosto a outubro de 2018 e a quantidade aberta em 2018 na SMI/GME, pode-se concluir que a quantidade de processos abertos em um determinado ano pela SMI/GME referente a irregularidades relacionadas a AAI é da ordem de algumas poucas dezenas.

801. Ressalte-se que há alguns processos que são abertos pela Superintendência de Orientação aos Investidores – SOI, casos em que a atuação inicial da SOI, voltada à orientação do investidor, é complementada pela atuação da SMI, que é responsável pela análise do mérito das reclamações, decidindo pelo arquivamento do processo ou pela imposição de medida sancionadora (seja a emissão de Ofício de Alerta, seja a instauração de Processo Administrativo Sancionador).

802. A partir da quantidade de processos relacionados à atuação de AAI, originados de forma não espontânea, ou seja, processos originados em função de demanda externa, não decorrentes da Supervisão Baseada em Risco, pode-se fazer uma análise comparativa com a quantidade de reclamações que chegaram à CVM, bem como considerar a atuação do autorregulador, para fins de observar se a fiscalização está abrangendo boa parte das reclamações.

803. A Superintendência de Orientação aos Investidores – SOI é a área responsável da CVM pelo recebimento de reclamações e denúncias de investidores via Sistema de Atendimento ao Cidadão – SAC. Em virtude de algumas limitações na busca de dados gerenciais sobre o SAC (sinalizadas pela SOI; peça 67, p. 3-5, itens c e d do ofício 11/2018/CVM/SOI), a informação quantitativa de reclamações, denúncias e consultas que chegaram via SAC envolvendo atuação de AAI é uma aproximação da quantidade real.

804. No período de 2008 a 2018, foram listadas 467 reclamações, denúncias e consultas (vide entre os arquivos não-digitalizáveis da peça 67, arquivo excel dado em resposta aos itens "d" e "e" do ofício 11/2018/CVM/SOI). Não houve segregação entre os diferentes tipos de classificação (reclamação, denúncia e consulta) porque quem preenche esse item é o cliente/investidor, não necessariamente de forma adequada, de modo que apenas a análise item a item permitiria apontar a real classificação.

805. A SOI informou haver dificuldades que impossibilitavam um pronto relatório gerencial indicando o desfecho de cada uma das reclamações, denúncias e consultas, isto é, se foram atendidas apenas com respostas, ou se houve a instauração de processos e seus consequentes deslindes. Analisando as respostas encaminhadas pela CVM aos reclamantes/denunciantes/consulentes, percebe-se que em muitas vezes houve a abertura de processos para apuração das informações relatadas.

806. Outra comparação a ser feita com o número de processos abertos, com vistas à verificação da contundência da fiscalização pela CVM, é com a quantidade de inquéritos administrativos propostos e a quantidade de termos de acusação oferecidos.

807. Nos anos de 2013 a 2018, não houve encaminhamento de proposta de inquérito envolvendo indícios de irregularidades na atividade de agentes autônomos de investimento no período (peça 45, p. 22-24; em resposta ao item "f" do oficio 12).

808. Em relação aos termos de acusação tratando de irregularidades na atividade de agentes autônomos, a SMI/GME sinalizou existirem oito originados na GME no período de 2013 a 2018 (p. 4 da peça 44; em resposta ao item "m" do ofício 7). Análise posterior indica que talvez esse número represente apenas os termos de acusação que estavam pendentes de julgamento, o que representaria uma resposta equivocada da CVM ao ofício de requisição.

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

809. Além dos processos da CVM, há que se evidenciar também os processos instaurados pela BSM na qualidade de autorreguladora, ainda que, via de regra, muitos processos iniciados na BSM terminem na CVM/SMI, conforme se explica a seguir.

810. A BSM segue planejamento anual de atividades aprovado pela SMI. Essa programação de atividades envolve cronograma anual de auditorias nos participantes atuantes na B3 e, entre os itens verificados, está a atuação dos agentes autônomos vinculados a cada participante.

811. Ao concluir as auditorias previstas no plano, a BSM encaminha os relatórios com as irregularidades constatadas à SMI. A SMI/GMN (Gerência de Análise de Negócios) recebe esses documentos e, quando há irregularidade envolvendo agente autônomo, encaminha para a avaliação da SMI/GME.

812. Além disso, a BSM também comunica, sempre que instaura, processos sancionadores (Procedimentos Administrativos Disciplinares – PAD). Da mesma forma, a GMN faz uma avaliação inicial e comunica a GME sempre que se constata que os processos envolvem condutas de AAI. Ao receber essas comunicações, a GME instaura processo e avalia se a atuação da BSM foi adequada e, à luz do art. 17 da Lei 6.385, pode ser aproveitada pela CVM.

813. Os encaminhamentos feitos pela BSM à CVM têm, via de regra, a função de dar ciência à autarquia das atividades desenvolvidas pelo autorregulador e, especificamente, à SMI, inclusive para que esta avalie se é necessária atuação complementar da CVM (por exemplo, se em um caso específico a BSM acusa um agente autônomo, atuando de forma plenamente satisfatória em relação a esse participante, sem, no entanto, atuar com relação à corretora que o contratou, a SMI pode entender que cabe atuação complementar em face da corretora).

814. O caminho contrário (encaminhamento da CVM à BSM) também é possível. Ao perceber a necessidade de apuração de uma situação envolvendo AAI contratado por instituição participante da B3, a SMI pode decidir por encaminhar o caso para apuração preliminar da BSM, em razão precipuamente do dever de autorregulação e auxílio à CVM imposto pela Lei 6.385. Nesses casos, a SMI avalia o resultado da atuação da BSM na forma descrita acima (comunicação pela BSM à GMN, que redireciona à GME os casos relacionados à conduta de agentes autônomos, para avaliação da atuação da BSM no caso e eventual adoção de medidas complementares).

815. No que tange aos processos administrativos disciplinares instaurados na Bovespa Supervisão de Mercado – BSM envolvendo indícios de irregularidades na atividade de agentes autônomos de investimentos no período de 2013 a 2018, foram encontrados 54 (p. 22-25 da peça 45; em resposta ao item "f" do ofício 12).

816. Todos os números apontados acima são expostos na tabela a seguir, com vistas à maior clareza quanto a uma possível avaliação quantitativa da ação fiscalizatória da CVM em relação à atividade dos agentes autônomos de investimentos.

Informações referentes à atividade de AAI	*Quantidade total informada pela CVM*	*Média por ano inferida a partir das informações repassadas*
Reclamações, Denúncias e Consultas via SAC/SOI entre 2008 e 2018	*467*	*43*
Processos Administrativos Disciplinares instaurados na BSM entre 2013 e 2018	*54*	*9*

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

Processos em tramitação na GME/SMI entre agosto e outubro de 2018	*89*	*Não aplicável*
Processos abertos pela GME/SMI em 2018 decorrentes da Supervisão Baseada em Risco	*7*	*7*
Processos abertos pela GME/SMI em 2018 decorrentes da Supervisão Baseada em Risco	*11*	*11*
Inquéritos Administrativos propostos pela SMI entre 2013 e 2018	*0*	*0*
Termos de Acusação oferecidos pela SMI entre 2013 e 2018	*8*	*1,4*

817. Considerando as informações apresentadas no quadro acima, percebe-se que há pouca expectativa de um AAI, ou de uma pessoa exercendo ilegalmente atividade de AAI, ser fiscalizado e ter contra si um termo de acusação. Tal fato pode ensejar um estímulo perverso às atividades indevidas pelos AAI ou pelas pessoas que se passam por AAI, sinalizando uma baixa expectativa de controle e de um poder de dissuasão às práticas irregulares.

818. O crescimento recente da quantidade de agentes autônomos, constatado pela própria CVM em seu Ofício Circular SMI 4/2018 (p. 1 da peça 51 ofício circular SMI), pode agravar ainda mais essa problemática, visto que a quantidade anual de reclamações doravante tende a ser maior do que a média até então observada.

819. Um fator que atenuaria a problemática seria o grau de rigidez ou sanção decorrentes dos poucos casos em que são oferecidos termos de acusação (não houve nos últimos cinco anos propostas de inquéritos administrativos nesse sentido). Conquanto baixo o número de termos de acusação ou inquéritos administrativos, se houvesse punições contundentes quando observadas irregularidades, poder-se-ia afirmar haver um certo poder dissuasório de práticas irregulares.

820. Por esse motivo, faz-se na sequência uma análise das apurações realizadas pela CVM nos últimos anos referentes a irregularidades relacionadas às atividades dos AAI.

Aspectos qualitativos da fiscalização da CVM sobre os AAI

821. Além da comparação quantitativa entre as reclamações que chegam à CVM e as apurações realizadas pela autarquia em relação às atividades de AAI, pode-se também fazer uma análise perfunctória qualitativa das atuações da CVM, com vistas à avaliação da ação fiscalizatória da autarquia no que tange à atuação dos AAI.

822. Foram constatados oito processos que ensejaram termos de acusação referentes a irregularidades envolvendo AAI no período de 2013 a 2018 (p. 4 da peça 44; item m do oficio 7). Mostrar-se-á abaixo um breve resumo e, quando disponível, o desfecho de cada um deles, colocando em negrito partes mais importantes para fins de análise neste relatório.

<u>19957.002587/2017-77</u> (Termo 0356875, entre os itens não-digitalizáveis da peça 44 item m ofício 7)

823. O presente Termo de Acusação originou-se de processo na CVM em que a SMI solicitou à então Superintendência de Fiscalização Externa (SFI) que apurasse a existência de indícios de que agentes autônomos de investimentos vinculados a uma corretora prestassem serviços de consultoria de valores mobiliários, conduta esta vedada pelo art. 13, IV, da Instrução CVM nº 497/11.

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

824. A inspeção também incluía em seu escopo verificar a existência de indícios de que a corretora tivesse incentivado ou promovido a prestação desses serviços pelos seus agentes autônomos contratados ou tivesse sido negligente na fiscalização das atividades por eles exercidas. Foram selecionadas três sociedades de agentes autônomos de investimentos para serem inspecionadas.

825. Percebeu-se indícios de irregularidades relacionados à falta de atualização de dados cadastrais e presença de duas pessoas sem vínculos com as sociedades de AAI, que ensejaram emissão de ofício de alerta pela SMI.

826. Em relação à corretora, constataram-se problemas em relação à amostra de ordens selecionadas, tais quais: envio de ordem diferente da solicitada; falta de envio de registro de ordem; e registros posteriores a data da operação, tendo o teor do diálogo entre o AAI e o cliente permitido identificar que aquele entrou em contato com este exatamente para obter a confirmação de ordem, realizada em data anterior, para cumprimento de exigência de auditoria da CVM.

827. A corretora argumentou que a confirmação posterior não caracteriza a ausência de ordem prévia. Arguiu ainda que a "grande dificuldade nas solicitações de registro de ordens é a localização da evidência no sistema de gravação de voz, e-mail e etc.". No caso em tela, em vista da dificuldade em encontrar as ordens, o agente autônomo envolvido contatou os clientes para obter a confirmação de que a operação foi devidamente autorizada previamente.

828. O diretor da corretora defendeu ainda que, se a não apresentação de ordens é considerada infração à Instrução, outras corretoras deveriam responder a processo administrativo sancionador perante à CVM. O mesmo seria verdade no caso das corretoras que não apresentam ordens em reclamações feitas ao Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos (MRP).

829. É, contudo, uma imposição ao intermediário (no caso a corretora) manter um sistema de controle que permita a auditoria de que as ordens foram, de fato, executadas de acordo com os parâmetros determinados pelos investidores.

830. Os próprios acusados admitem em suas manifestações a ocorrência de "falha procedimental". Longe de ser uma excludente de irregularidade como eles tentam defender, a visão da SMI é de que essa falha demonstra, claramente, a existência de um sistema de controle de registros de ordens incompatível com o padrão exigido pela Instrução 505.

831. A irregularidade identificada não diz respeito à execução de ordens de forma infiel, mas sim à inadequação do sistema de registro das ordens. Assim, os argumentos apresentados pelos acusados de que não houve reclamação de investidor são de pouca valia.

832. A SMI conclui existirem suficientes elementos de autoria e materialidade a demonstrar que a corretora desrespeitou o parágrafo único do artigo 12 e o artigo 13, caput e parágrafo único, da Instrução CVM nº 505/2011, propondo responsabilização nesse sentido. Considera-se ***infração grave,*** *para efeito do disposto no §3º do art. 11 da Lei nº 6.385/76, conforme dispõe o art. 38 da Instrução 505, a infração imputada aos acusados.*

833. 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, por maioria de votos, pela absolvição*** *da corretora e do seu diretor responsável, da acusação de infração ao art. 12, parágrafo único, e ao artigo 13, caput e parágrafo único, da Instrução CVM nº 505/2011.*

834. ***O relator havia votado pela condenação*** *da corretora à penalidade de multa no valor de R$ 200.000,00 (duzentos mil reais) e pela condenação do diretor responsável à penalidade de multa no valor de R$ 100.000,00 (cem mil reais), por infração ao art. 12, parágrafo único, e ao artigo 13, caput e parágrafo único, da Instrução CVM nº 505/2011.*

835. Interessante informar que o advogado dos acusados era ex-diretor da CVM, fato que será analisado em maior profundidade no achado referente a possíveis conflitos de interesse.

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

19957.000250/2017-25 (Termo 0236983, entre os itens não-digitalizáveis da peça 44; item m ofício 7)

836. O presente Termo de Acusação originou-se de processo da CVM que tratou de apuração sobre denúncia feita sobre irregularidades cometidas por agente autônomo e por pessoa atuando como agente autônomo sem estar credenciada para tal.

837. Verificou-se a existência de indícios suficientes para demonstrar que houve, de fato, uma delegação da execução, a pessoa não credenciada para atuar como AAI, de serviços permitidos unicamente a AAI devidamente registrado na CVM. Nesse sentido, entendeu-se ter ficado caracterizada a infração ao disposto no artigo 13, inciso VI, da Instrução CVM 497/11.

838. Houve permissão indevida que ensejou o acesso de pessoas não autorizadas aos dados sigilosos dos seus clientes, caracterizando descumprimento do que determina o art. 10, parágrafo único, inciso II, da Instrução CVM nº 497/11.

839. Entendeu-se, ainda, na medida em que pessoa não credenciada exerceu atividades restritas a agentes autônomos de investimentos sem a autorização da CVM, ter ficado caracterizada, em parte, infração ao disposto no artigo 3º da Instrução CVM nº 497/11. Os indícios de crime relativos à atuação irregular (de pessoa não credenciada junto à CVM) como agente autônomo de investimentos foram comunicados ao Ministério Público Federal no Espírito Santo.

840. Foram propostas as seguintes responsabilizações: por infração ao disposto no art. 13, inciso VI, e no art. 10, parágrafo único, inciso II, da Instrução CVM 497/11; e por infração ao disposto no art. 16, inciso III, da Lei 6.385/76 e no art. 3º da Instrução CVM 497/11.

841. Consultando a internet e o site da CVM, constatam-se alguns desfechos do processo, que está aguardando o julgamento de recursos junto ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (CRSFN).

842. O Comitê de Termo Compromisso propôs a rejeição da proposta apresentada, tendo em vista as características do caso concreto, como o empecilho jurídico apontado pela PFE, a gravidade das imputações e o grau de economia processual.

843. O Colegiado ratificou a decisão pela rejeição da proposta de Termo de Compromisso. Posteriormente, decidiu no sentido de aplicar multas que variaram de R$ 150.000,00 a R$ 175.000,00.

19957.006406/2016-09 (Termo 0213749, entre os itens não-digitalizáveis da peça 44; item m ofício 7)

844. A presente apuração originou-se de processo que tratou de denúncia de corretora em relação a atividade irregular de agente autônomo de investimento.

845. Entre as irregularidades apontadas estavam execução de ordens sem a respectiva transmissão da ordem, transmissão de informações inverídicas a respeito da real situação dos investimentos e não comprovação das ordens dos clientes que foram repassadas.

846. A análise dos dados apurados a partir da denúncia apresentada pela corretora demonstra que as acusadas faziam, em nome dos seus clientes, operações não autorizadas com o objetivo de gerar taxas de corretagem ao mesmo tempo que os mantinha em erro sobre as suas posições.

847. Trata-se assim de conduta incompatível com o padrão determinado na Instrução CVM 497/11, em particular no artigo 10 da Instrução CVM 497/10. A não obediência ao art. 10 ***é considerada infração grave****, como dispõe o art. 23, também da Instrução CVM 497/11.*

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

848. Diante do exposto, propôs-se a responsabilização por infração ao disposto no art. 10 da Instrução CVM nº 497/11, ficando as pessoas sujeitas às penalidades previstas no art. 11 da Lei 6.385/76.

849. Consultando a internet e o site da CVM, constatam-se alguns desfechos do processo, que está aguardando o julgamento de recursos junto ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (CRSFN).

850. Foi apresentada proposta de celebração de Termo de Compromisso de suspensão da autorização ou do registro, por tempo determinado pela CVM, do exercício da função de agente autônomo.

851. O Comitê de Termo de Compromisso acompanhou a manifestação da PFE/CVM, manifestando-se no sentido de que a proposta se mostrava flagrantemente desproporcional à natureza e à gravidade dos atos imputados aos proponentes, não havendo bases mínimas para abertura de negociação de seus termos junto aos proponentes. O Colegiado, acompanhando o entendimento do Comitê, deliberou pela rejeição da proposta de Termo de Compromisso.

852. Em reunião do Colegiado, foi aprovada nova definição jurídica dos fatos, sendo que a acusação de infração ao artigo 10 da Instrução CVM 497/2011 foi substituída por acusação de infração ao item I, na forma da letra "c" do item II, ambos da Instrução CVM 8/1979.

853. O Colegiado da CVM, acompanhando o voto do relator, decidiu, por unanimidade, votar pelas condenações da pessoa física à ***penalidade de proibição temporária pelo prazo de 5 anos de praticar toda e qualquer atividade que dependa de autorização ou registro na CVM pela realização de operações fraudulentas no mercado de valores mobiliários, e a pessoa jurídica ao pagamento de multa no valor de R$ 300.000,00.***

854. Em função da condenação à penalidade de proibição temporária, o Colegiado deliberou, com base na Lei 13.506/17, conceder o prazo de 10 dias, contados da data da ciência da decisão, para a pessoa física acusada requerer o efeito suspensivo da aplicação da penalidade. Cabe pontuar que as sanções recaíram sobre pessoas, natural e jurídica, de pequena expressão no mercado (vide arquivo intitulado "Relação dos TAs", entre os itens não-digitalizáveis da peça 44).

<u>19957.008833/2016-13</u> (Termo 0213030, entre os itens não-digitalizáveis da peça 44 item m ofício 7)

855. Esta apuração originou-se a partir de outro processo em que houve comunicação feita pela Gerência de Acompanhamento de Mercado – 1 (GMA-1) a respeito de irregularidades referentes às atividades de AAI.

856. A análise constatou indícios de que ***AAIs vinculados a uma corretora teriam operado também por meio de outras corretoras****, descumprindo, assim, o artigo 15 da então Instrução CVM nº 387/2003.*

857. Uma corretora já havia inclusive alertado os AAI de que haviam sido identificadas pela BSM operações suas em outras instituições.

858. A Instrução CVM nº 387/2003 (vigente à época dos acontecimentos, tendo sido revogada pela Instrução CVM nº 505 em 27/09/2011) versa, em seu artigo 15, sobre operações por pessoas vinculadas e operadores especiais, declarando, no parágrafo 1º, inciso II, que agentes autônomos são considerados pessoas vinculadas a uma corretora e deverão negociar valores mobiliários somente através desta.

859. O parágrafo 3º do artigo 15 decreta que agentes autônomos vinculados a mais de uma corretora (era permitido à época dos fatos) poderão negociar, unicamente, por intermédio de uma

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

dessas, comprovando a infração cometida. Identificou-se que os AAI operaram na negociação de valores mobiliários, simultaneamente, através de duas ou mais corretoras distintas.

*860. Deve-se notar que **a irregularidade cometida constitui infração grave** segundo o artigo 23 também da Instrução CVM nº 387.*

861. Verificou-se, também, que diante das dificuldades enfrentadas em se contatar os acusados, estes não mantiveram seus dados cadastrais atualizados junto à CVM, infringindo assim o disposto na Instrução CVM nº 434, vigente à época.

862. Diante do exposto, foi proposta responsabilização por infração ao disposto no artigo 15 da Instrução CVM nº 387/03 e por infração ao disposto no artigo 14 da Instrução CVM nº 434/06.

863. Consultando a internet e o site da CVM, constata-se que o processo fui julgado em novembro/2019, cabendo ainda recurso ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (CRSFN).

*864. 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, com fundamento no art. 11, I da Lei nº 6.385/76, **decidiu aplicar: a penalidade de advertência** por infração ao disposto no art. 15 da Instrução CVM 387/03 **e absolvição** por infração ao disposto no art. 14 da Instrução CVM 434/06 e art. 1º da Instrução CVM 510/11 a um dos acusados; e a penalidade de advertência por infração ao disposto no art. 15 da Instrução CVM nº 387/03 e por infração ao disposto no art. 1º da Instrução CVM 510/11 e absolvição por infração ao disposto no art. 14 da Instrução CVM 434/06 a outro acusado. Os acusados punidos terão prazo de 30 dias, a contar da intimação da decisão CVM, para interpor recurso ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, nos termos do art. 70 da Instrução CVM nº 607. Cabe pontuar que as sanções recaíram sobre duas pessoas naturais de pequena expressão no mercado (vide arquivo intitulado "Relação dos TAs", entre os itens não-digitalizáveis da peça 44).*

<u>19957.006464/2016-24</u> (Termo 0179190, entre os itens não-digitalizáveis da peça 44 item m ofício 7)

865. A apuração da irregularidade referente à atividade de AAI originou-se a partir de outro processo instaurado, que por sua vez surgiu em decorrência de encaminhamento pela PFE/CVM de cópia de um processo judicial.

866. Empresa atuante como consultora de valores mobiliários tem como diretor responsável pessoa que mantém registro ativo como agente autônomo de investimentos e participa de sociedade de agentes autônomos, violando o Art. 13, §1º, da Instrução CVM nº 497/11, uma infração considerada grave, conforme o seu Art. 23, inciso III.

867. Diante do exposto, foi proposta a responsabilização do acusado por não ter suspendido o seu credenciamento como AAI em vista de estar atuando como consultor de valores mobiliários. Tal conduta está em desacordo com o Art. 13, §1º, da Instrução CVM nº 497/11, constituindo, conforme Art. 23 desta Instrução, infração grave para efeito do disposto no §3º do art. 11 da Lei nº 6.385, de 1976. O acusado também deve ser responsabilizado por não manter atualizado o seu cadastro, conforme estabelecia o Art. 14 da Instrução CVM nº 434, vigente à época dos fatos.

868. O acusado propôs a celebração de Termo de Compromisso, em que se comprometeu a: (i) suspender seu registro de AAI, retirar-se de qualquer sociedade de AAI e cessar a prática dos atos restritos a estes profissionais, realizando, tão somente, os atos restritos e permitidos aos Consultores de Valores Mobiliários; (ii) atualizar e manter atualizados todos os seus dados cadastrais junto à CVM; e (iii) após o prazo de 60 dias, comprovar à CVM o cumprimento dos compromissos firmados.

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

869. A PFE/CVM, ao apreciar os aspectos legais da proposta de Termo de Compromisso, concluiu pela impossibilidade de celebração do acordo, pelo fato de não ter sido apresentada proposta destinada à reparação de danos e considerando que a primeira infração apontada na responsabilização é de natureza grave, resultando em dano difuso ao mercado de capitais.

870. O Comitê de Termo de Compromisso, por sua vez, decidiu negociar as condições da proposta apresentada, sugerindo o seu aprimoramento para o valor total de R$ 30.000,00, dos quais R$ 20.000,00 seriam relativos à infração ao art. 13, §1º, da ICVM 497, e R$ 10.000,00 à infração ao art. 14 da ICVM 434.

871. O compromitente protocolou contraproposta que foi rejeitada pelo comitê. Ao ser comunicado de tal decisão, o compromitente afirmou sua aderência à contraproposta anteriormente apresentada pelo Comitê (nos termos do parágrafo acima). Assim sendo, o Comitê, considerando que (i) a adesão à recomendação de aprimoramento da proposta afastaria o óbice levantado pela PFE/CVM em seu Parecer e (ii) os antecedentes do Compromitente, julgou que o valor total de R$ 30.000,00 seria suficiente para desestimular a prática de condutas.

872. Diante do exposto acima, o Colegiado, acompanhando o entendimento do Comitê, deliberou aceitar a proposta final de Termo de Compromisso apresentada por Renato Nobile Anhaia Alencar. Cabe pontuar, mais uma vez, que as sanções recaíram sobre pessoa natural de pequena expressão no mercado (vide arquivo intitulado "Relação dos TAs", entre os itens não-digitalizáveis da peça 44).

<u>19957.002385/2016-44</u> (Termo 0106417, entre os itens não-digitalizáveis da peça 44 item m ofício 7)

873. O presente Termo de Acusação originou-se de processo que apurou denúncia feita, em 2/3/2012, pela corretora, sobre supostas irregularidades cometidas por AAI.

874. A corretora apontou duas irregularidades, quais sejam: o AAI tinha procuração outorgada para atuar em nome do cliente, a qual lhe conferia plenos poderes para realizar operações no âmbito da BMF&BOVESPA; ***o AAI não conseguiu comprovar o recebimento de todas as ordens do cliente que foram repassadas à Corretora*** *no período entre o último trimestre de 2011 e o mês de janeiro de 2012.*

875. A manifestação do agente autônomo limitou-se a informar que não atuava como procurador do investidor, não rebatendo, no entanto, a existência da procuração que, por si só, comprova a infração ao dispositivo mencionado acima.

876. Com relação à conduta da Corretora, o envio da comunicação à CVM e o distrato com o agente autônomo comprovaram a sua diligência com relação ao que determina o art. 17, incisos II e III, da Instrução CVM nº 497.

877. Em face à ausência de resposta do investidor, restou prejudicada a análise com relação à possível administração irregular de carteiras por parte do investigado.

878. Diante do exposto, foi proposta a responsabilização do AAI por infração ao disposto no art. 13, inciso III, ambos da Instrução CVM nº 497, de 3/6/2011. O AAI fica sujeito às penalidades previstas no art. 11 da Lei nº 6.385/76.

879. Consultando a internet e o site da CVM, constata-se que o processo fui julgado em 19/2/2019, cabendo ainda recurso ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (CRSFN).

880. 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, com fundamento no art. 11 da Lei nº 6.385/76, decidiu aplicar ao acusado Eduardo Palmonare de Araújo Lima a penalidade de multa pecuniária no valor de R$ 50.000,00 por, na qualidade de agente autônomo de investimento, ter atuado como procurador de cliente perante instituição integrante do sistema de

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

distribuição de valores mobiliários, em infração ao art. 13, III, da Instrução CVM nº 497/11. Cabe pontuar, mais uma vez, que as sanções recaíram sobre pessoa natural de pequena expressão no mercado (vide arquivo intitulado "Relação dos TAs", entre os itens não-digitalizáveis da peça 44).

19957.004737/2017-87 (Termo 0420149, entre os itens não-digitalizáveis da peça 44; item m ofício 7)

881. O processo teve origem a partir de reclamações apresentadas por investidores à Bovespa Supervisão de Mercados ("BSM"). Trata de várias irregularidades, dentre as quais apuração da conduta de administradores de valores mobiliários e de sociedade de agentes autônomos de Investimentos.

882. Foram propostas várias responsabilizações a diversas pessoas. Aos administradores da corretora, por violação do art. 4º, §7º, II, da Instrução CVM 505/11 em consonância com o art. 3º, §3º, I, deste mesmo diploma legal, por não terem supervisionado o cumprimento e a efetividade dos procedimentos e controles internos previstos no art. 3º, como evidenciado pela reiterada ocorrência de falhas. Também infringiram o art. 30 da Instrução CVM nº 505 por não exercer suas atividades com boa fé e lealdade em relação aos seus clientes. Essas infrações são consideradas graves para efeito do disposto no §3º do art. 11 da Lei 6.385/76, conforme disposto no art. 38 da Instrução CVM nº 505. Ademais, por permitir a transferência direta de valores entre contas de clientes, desrespeitou os art. 27, art. 28 e art. 29, parágrafo único, da ICVM 505 (itens 70 e 71).

883. Os sócios (de sociedades de agentes autônomos) foram responsabilizados, entre outros fatores, pelo exercício da atividade de intermediação de valores mobiliários sem estar, para este fim, autorizado ou registrado junto à CVM e por não agir com boa-fé e ética em relação aos clientes que atendia, desrespeitando, respectivamente, o art. 16, III e parágrafo único da Lei nº 6.385/76 e o art. 3º, II, da ICVM 497, infração considerada grave para efeito do disposto no §3º do art. 11 da Lei 6.385/76, conforme disposto no art. 23, I, da ICVM 497 (itens 80 e 81). Outros foram responsabilizados por terem captado clientes sem fazer parte da sociedade e por estarem com o registro de AAI cancelado.

884. Em consulta à internet e ao site da CVM, o processo encontrava-se aguardando decisão da CVM. Cabe pontuar que as sanções recaíram sobre pessoas, naturais e jurídica, de pequena expressão no mercado (vide arquivo intitulado "Relação dos TAs", entre os itens não-digitalizáveis da peça 44).

19957.010324/2017-31 (Termo 0379740, entre os itens não-digitalizáveis da peça 44; item m ofício 7)

885. O presente Termo de Acusação originou-se de processo da CVM, que por sua vez proveio de demanda de investidor ao se sentir lesado por um operador de mesa de uma corretora.

886. Tendo em vista que o artigo 3º da Instrução CVM nº 434/06, vigente à época dos fatos, prevê que a atividade de agente autônomo de investimento somente pode ser exercida por pessoa natural ou jurídica autorizada pela CVM, coube a responsabilização de funcionário de uma sociedade pelo exercício irregular da atividade de agente autônomo de investimentos sem registro prévio na CVM.

887. A Instrução CVM 434 definia como grave, no seu art. 18, I, o exercício da atividade de agente autônomo por pessoa não autorizada. O artigo 27-E da lei 6.396/76, por sua vez, tipifica a conduta como crime. Além disso, a Instrução CVM nº 434/06 impunha aos sócios a responsabilidade perante a CVM pelas atividades da sociedade de agentes autônomos.

888. Quanto à corretora, identificou-se infração ao artigo 4º e ao seu parágrafo único, ao não indicar à CVM o diretor estatuário responsável e ao não cumprir com seu dever de diligência e supervisão e ao artigo 13, inciso I, alínea "c", da Instrução CVM 387/03, vigente à época dos fatos, diante da contratação de profissional não autorizado pela CVM.

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

889. Propôs-se, então, responsabilização por exercício irregular da atividade de AAI e pelo não cumprimento do dever de diligência e supervisão.

890. Em consulta à internet e ao site da CVM, constata-se que foi rejeitada a proposta de Termo de Compromisso e que o processo está pendente de julgamento, estando com o relator para apreciação de defesas. Cabe pontuar que as sanções recaíram sobre pessoas, naturais e jurídica, de pequena expressão no mercado (vide arquivo intitulado "Relação dos TAs", entre os itens não-digitalizáveis da peça 44).

Considerações sobre alguns processos (entre os itens não-digitalizáveis da peça 44)

891. No âmbito do processo 19957.002587/2017-77 acima citado, foi realizada inspeção pela CVM em uma grande corretora (em se tratando de quantidade de AAI vinculados) para averiguação de supostas negligências na fiscalização das atividades exercidas por AAI vinculados.

892. Na pequena amostra observada, foram constatadas algumas irregularidades, mormente quanto ao não registro de ordens, inclusive com uma tentativa de obtenção do registro da ordem posteriormente à data da operação.

893. A defesa alegou que outras corretoras também deveriam responder a processo por não apresentação de ordens caso isso fosse um problema e que, em sua visão, se tratava de mera falha procedimental.

894. O primeiro motivo alegado expõe uma insuficiência da atuação da CVM, ao ponto de o acusado acreditar que o fato de que todas as corretoras cometem a irregularidade serviria de justificativa para que ele a cometesse, ou, de outro modo, que ele só poderia ser apenado se houvesse fiscalização capaz de apenar todas.

895. Em relação ao segundo motivo, não se trata de mera falha procedimental, ao menos segundo as normas da CVM. Trata-se de falha grave consoante o disposto na Instrução Normativa 505/2011:

> *Art. 12. O intermediário somente pode executar ordens transmitidas por:*
> *I – escrito;*
> *II – telefone e outros sistemas de transmissão de voz; ou*
> *III – sistemas eletrônicos de conexões automatizadas.*
> *Parágrafo único. Todas as ordens devem ser registradas, identificando-se o horário do seu recebimento, o cliente que as tenha emitido e as condições para a sua execução.*
> *Art. 13. O intermediário deve arquivar os registros das ordens transmitidas pelos clientes e as condições em que foram executadas, independentemente de sua forma de transmissão.*
> *Parágrafo único. O sistema de arquivamento de que trata o caput deve ser protegido contra adulterações e permitir a realização de auditorias e inspeções.*
> *(...)*
> *Art. 38. Considera-se infração grave, para efeito do disposto no § 3º do art. 11 da Lei nº 6.385, de 1976, a infração às normas contidas nos arts. 2º a 5º; 12 a 14; 19; 20; 22; 23; 29 a 32; 35 e 36.*

896. Nada obstante, e a despeito do voto da relatora pela condenação à penalidade de multa, o colegiado decidiu, por maioria de votos, pela absolvição da corretora e do seu diretor responsável.

897. Ainda em relação à mesma corretora, outro processo e seus respectivos julgamentos reforçam a linha de análise. Em consulta ao site da CVM, constatou-se que, no âmbito da fase recursal do processo 2013/0267, o colegiado acompanhou o voto da relatora no sentido de deferir o recurso (peça 82) impetrado por investidor contra, entre outros acusados, a grande corretora mencionada acima.

898. O voto da relatora é no sentido de dar provimento ao reclamante por motivo diverso do que fora pedido. Ressalte-se trecho do voto:

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

14...o entendimento convencional é que o ressarcimento é incabível, pois o resultado das operações cabe ao mandante e não ao mandatário. Ainda, sendo obrigação de meio, o Reclamante não pode exigir determinado resultado do administrador. O fato do AAI não poder agir como administrador de carteira implica em uma irregularidade administrativa e, inclusive, criminal, nos termos do Art. 27-E[4] da Lei 6.385/1976. Contudo, essa irregularidade não tem nexo causal com o prejuízo sofrido e, portanto, não serve como fundamento para o ressarcimento.
15. Isso é parecido com a situação ora tratada, já que temos agentes de investimento atuando em uma atividade vedada a eles. Contudo, existe uma diferença, de todo fundamental, que deve ser considerada. No caso da administração irregular de carteira, o investidor escolhe alguém que não está devidamente autorizado para gerir sua carteira e, portanto, assume o risco das operações não darem certo. Já nesse caso, a escolha do profissional que iria atender o Reclamante foi feita com a conivência da Corretora, que é quem tinha a obrigação de prover o serviço. Nesse sentido, vale mencionar que o contrato entre a Corretora e a Guia da Bolsa proibia expressamente que esta última prestasse serviço de consultoria para os clientes da Reclamada. (...)
16. A consultoria de valores mobiliários, tal como a administração de carteira é uma obrigação de meio, i.e., o prestador do serviço tem o dever de exercer seus melhores esforços para buscar o fim almejado, contudo não está obrigado a entregar algum resultado específico. Com isso, poder-se-ia alegar que o prejuízo sofrido pelo Reclamante não tem nexo com a irregularidade verificada. Porém, as obrigações de meio ainda podem acarretar em responsabilidade se ficar verificado que o obrigado não empregou a diligência necessária. (...)
17. A meu ver, é patente que a delegação do serviço de consultoria à pessoa que não está autorizada a fazê-lo implica em quebra desse dever de diligência e, portanto, pode implicar na responsabilidade da Corretora. Assim, entendo que ao contrário do que acontece normalmente, a irregularidade ora verificada tem nexo causal direto com o prejuízo sofrido pelo Reclamante, pois a decisão de investimento do investidor fica comprometida pelo assessoramento inadequado permitido pela Reclamada.
18. É oportuno lembrar que a Instrução CVM Nº 43/85 determina que os consultores de valores mobiliários devem ser pessoas com comprovada experiência. Isso serve como garantia ao mercado de que ao contratar tal serviço o investidor estará sendo assessorado por pessoa com capacidade técnica.
19. Não só os agentes da Guia da Bolsa não estavam devidamente autorizados a realizar tal atividade, como ao fazê-lo eles estariam atuando em conflito de interesse, já que a remuneração dos mesmos deriva da corretagem gerada com as operações do investidor.
20. Assim sendo, ao que me parece, a Corretora ofertou ao Reclamante um serviço de consultoria, mas falhou em sua obrigação de provê-lo adequadamente, permitindo que o Reclamante operasse sob a orientação de pessoa que não era apta a fazê-lo. Tal fato é um claro indicativo de quebra na relação de confiança que deve existir entre o investidor e o intermediário e isso é de especial importância quando se considera que a Reclamada participou do processo de educação do investidor. Nesse sentido, vale citar que o Reclamante realizou junto à Corretora o curso "Como investir na bolsa de valores com ênfase em análise técnica", de 10 horas de duração. Segundo ele, no curso os instrutores destacavam a capacidade técnica dos quadros da Corretora, inclusive incitando os alunos a 3/4 assinarem contrato com a Corretora, sob a promessa de ganhos fáceis e seguros.
21. Portanto, entendo que o prejuízo por tal irregularidade se encontra no âmbito do Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos, que tem como cláusula geral o ressarcimento de prejuízos decorrentes de "ação ou omissão de pessoa autorizada a operar, ou de seus administradores, empregados ou prepostos, em relação à intermediação de negociações realizadas na bolsa ou aos serviços de custódia. (...)
23...a observância da regulamentação vigente recai primeiro e com mais força sobre os intermediários do que sobre os demais agentes de mercado. O problema é ainda composto pela falta das gravações que já eram exigíveis à época, especialmente quando se trata de uma Corretora detentora do selo PQO.
24. Sobre o valor a ser ressarcido, entendo que a fonte do prejuízo não comporta a exclusão de operações autorizadas, pois aqui o problema não se relaciona com a autorização de operações, mas com o assessoramento irregular que o investidor vinha recebendo. (...)

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

25. Isto posto, dou provimento ao recurso do Reclamante (...).

823.1 Observa-se que, apesar da menção expressa à possibilidade da existência de crime, conforme item 14 do voto, não há, no voto nem na decisão que o acompanha, encaminhamento com vistas à apuração da questão.

899. Vê-se no julgado acima caso de irregularidade referente às atividades de AAI vinculados a uma grande corretora. O voto indica a necessidade de se observar a regulamentação vigente com foco nos intermediários (nesse caso a corretora), e aponta que, já naquela época, havia o problema da falta de gravações.

900. Ainda em relação a esse processo, houve novo julgamento mais de um ano depois, em função de um pedido de reconsideração, conforme se observa da peça 82 (p. 29-43 do item não-digitalizável da referida peça). Apesar de não conhecido o pedido de reconsideração, foi feita uma revisão de ofício pelo colegiado, acompanhando de forma unânime o voto do relator, modificando, portanto, a decisão anterior.

901. Independentemente de análise quanto ao mérito do pedido do reclamante, negado nessa nova decisão, algumas partes do relatório e do voto, entre elas a própria revisão de ofício por recurso inonimado e o fato de não ter havido registros de gravações mandatórios pela corretora sem qualquer consequência, reforçam a percepção de certa leniência no que tange aos intermediários.

RELATÓRIO

1. Cuida-se de "recurso inominado" interposto, em 26.12.2014, por XP Investimentos Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários S.A. ("XP Investimentos" ou "Corretora") contra a decisão do Colegiado da CVM proferida, em 18.3.2014 (...)

5. No entanto, a Diretora Relatora identificou uma questão que havia passado até então despercebida ao longo do processo. O Reclamante teria contratado a Corretora para prestar-lhe o serviço de consultoria de valores mobiliários, o qual, contudo, teria sido desempenhado por agentes autônomos de investimento vinculados à Corretora que não estavam autorizados pela CVM a executar tal serviço.

6. Ainda de acordo com a Relatora, a Instrução CVM nº 434/2006, em vigor à época dos fatos, vedava, em seu art. 16, IV, alínea "a", o exercício da atividade de consultoria por agentes autônomos de investimento, de modo que a Corretora teria infringido a regulamentação vigente ao delegar a prestação desse serviço aos agentes vinculados a ela.

7. Nessa esteira, a Diretora Relatora entendeu que, ao contrário do que se verifica no exercício irregular (não autorizado) da atividade de administração de carteira, que não justifica o ressarcimento pelo MRP das perdas decorrentes das operações efetuadas em nome do investidor, a prestação irregular do serviço de consultoria, no caso em apreço, daria causa à indenização das perdas sofridas. De um lado, porque, nesse caso, "a escolha do profissional que iria atender ao Reclamante foi feita com a conivência da Corretora, que é quem tinha a obrigação de prover o serviço" (...)

8. De outro lado, porque o exercício irregular da consultoria de valores mobiliários guardaria relação direta com as perdas sofridas, uma vez que a "a decisão de investimento do investidor fica comprometida pelo assessoramento inadequado permitido pela Reclamada [Corretora]" (...). Nesse sentido, a Diretora Relatora destacou também que a delegação do serviço de consultoria a quem não está autorizado a prestá-lo configuraria violação ao dever de diligência pela Corretora contratada, tornando-a responsável pelos prejuízos daí decorrentes.

(...)

11. No "recurso inominado", a XP Investimentos alegou, em síntese apertada, que a decisão objeto de recurso a condenou a ressarcir o Reclamante com base em fato jamais alegado no processo administrativo e sobre o qual, portanto, não teve sequer a oportunidade de se defender. Teria ocorrido, assim, erro de procedimento, em ofensa aos princípios do devido processo legal e da ampla defesa.

12. Ressaltou, nesse sentido, que o Reclamante apresentou reclamação perante o MRP alegando que a Corretora teria executado operações sem a sua autorização e, por conta disso, deveria ser indenizado pelas perdas daí decorrentes. Desse modo, todas as provas produzidas durante o

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

processo foram direcionadas a comprovar se as operações tinham sido ou não autorizadas pelo Reclamante. Além disso, esse teria sido o único ponto controvertido a ser enfrentado nos pareceres elaborados pela Gerência Jurídica da BSM e nas decisões proferidas pela BSM, no curso do processo. Não haveria, portanto, dúvida de que a causa de pedir da pretensão do Reclamante se restringe à suposta ausência de autorização para as operações executadas pela Corretora em seu nome.

13. De acordo com a XP Investimentos, a decisão do Colegiado objeto de recurso modificou a causa de pedir da reclamação, elegendo fato distinto e jamais suscitado pelo Reclamante para justificar o cabimento do ressarcimento pretendido. Isto porque a condenação da Corretora teria se dado em virtude da delegação do serviço de consultoria de valores mobiliários a preposto que não estava autorizada a fazê-lo, em violação ao art. 16, IV, alínea "a", da Instrução CVM nº 434/2006. No entanto, tal conduta ilícita jamais havia sido imputada à Corretora como fato causativo dos prejuízos alegados pelo Reclamante.

14. Desse modo, a decisão "teria extrapolado os limites de sua cognição, ocasionando a nulidade do julgamento e o cerceamento de defesa da XP Investimentos, na medida em que esta jamais pôde exercer adequadamente o contraditório" (...)

15. Quanto ao mérito da decisão objeto do recurso, a XP Investimentos alegou que nunca manteve contratos de consultoria com seus clientes, de modo que a obrigação contratual supostamente descumprida – e que motivou a decisão do Colegiado – não existiria.

16. De acordo com a Corretora, o serviço contratado pelo Recorrente denominado "Plano Private" "oferece um atendimento básico ao investidor, auxiliando-o, esclarecendo eventuais dúvidas e formulando as recomendações adequadas (...)

(...) esse apoio, que pode se dar por meio de um profissional qualificado da XP Investimentos ou agente autônomo de investimentos (este sempre dentro das atribuições descritas na Instrução CVM nº 497/2011) não se confunde com serviços de consultoria. Tanto é que esses assessores são remunerados com base nas receitas de corretagem geradas pelo cliente – e jamais de forma pontual, pelo serviço prestado, como é o caso dos profissionais de consultoria" (...)

22. Em 18.8.2015, o Reclamante apresentou as suas considerações sobre o recurso interposto pela Corretora (fls. 925-980), tendo alegado, em síntese, que:

(i) o recurso é descabido, haja vista o trânsito em julgado da decisão proferida pelo Colegiado da CVM em 18.3.2014;

(ii) não há fato novo a justificar a realização de novo julgamento do feito;

(iii) seria descabida e contraditória a pretensão da Corretora em querer reaver indenização que desembolsou sem ressalvas;

(iv) a motivação para a interposição do recurso seria exclusivamente o receio da Corretora em enfrentar os possíveis desdobramentos, na esfera cível e na penal, de sua condenação pela CVM;

(v) a decisão do Colegiado não merece qualquer reparo, uma vez que foi tomada com base em fartas provas documentais;

23. Além desses pontos, o Reclamante reiterou diversos argumentos que já haviam sido aduzidos no recurso apreciado pelo Colegiado da CVM na decisão de 18.3.2014, notadamente o de que a XP Investimentos fazia, sem autorização, a gestão da sua carteira.

24. De acordo com informações prestadas pela Procuradoria Federal Especializada junto à CVM, o Reclamante ajuizou medida cautelar de atentado, com pedido de liminar, em face da CVM, da XP Investimentos e BM&F BOVESPA, objetivando "seja paralisado e definitivamente não conhecido o recurso inominado intentado por XP Investimentos Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários S/A no procedimento administrativo CVM nº RJ 2013/0267, objetivando a declaração administrativa da nulidade da decisão proferida pelo Colegiado 09/2014, eximindo-se aquela autarquia em particular, e as demais rés, de praticarem qualquer ato contrário ao que já foi decidido pela CVM naquele mencionado procedimento administrativo" (autos judiciais 0090457-84.2015.4.02.5101).

25. O MM. Juízo Federal da 28ª Vara Federal do Rio de Janeiro houve por bem negar o pedido de liminar. O Reclamante interpôs então recurso de agravo de instrumento em face da mencionada decisão, distribuído à C. Sexta Turma do E. Tribunal Regional Federal da 2ª Região (TRF2) sob o nº 0010717-54.2015.4.02.0000.

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

26. Em 26.11.2015, a Exma. Desembargadora Federal Relatora Dra. Salete Maria Polita Maccalóz houve por bem dar parcial provimento ao agravo de instrumento, nos termos do artigo 557, §1º-A, do Código de Processo Civil (CPC) "para impedir que o agravante seja obrigado a devolver qualquer importância recebida, nos termos da fundamentação supra".

VOTO

1. O recurso inominado ora em apreço traduz, a rigor, pedido de reconsideração, por meio do qual a Corretora requer a revisão da decisão proferida pelo Colegiado da CVM em 18.3.2014 (...)

2. Convém de pronto destacar que, nos termos do art. 82, parágrafo único, da Instrução CVM nº 461, de 2007, somente o investidor reclamante tem legitimidade para interpor à CVM recurso da decisão da BSM que tiver negado o ressarcimento pretendido. A regulamentação vigente não admite a legitimidade do intermediário reclamado para recorrer à CVM de decisão final da BSM em mecanismo de ressarcimento de prejuízos.

3. Se não tem legitimidade para recorrer à CVM, é forçoso reconhecer, com maior razão, que o intermediário também não está apto a pedir ao Colegiado que reconsidere a sua decisão em sede de mecanismo de ressarcimento de prejuízos. A meu ver, essa é a única interpretação que resguarda a coerência da regulamentação que rege o aludido mecanismo.

4. Nada obstante o exposto acima, considerando o que dispõem o art. 63, § 2º, da Lei nº 9.784/1999 e o inciso IX da Deliberação CVM nº 463/2003, cumpre ao Colegiado rever de ofício a sua decisão quando houver erro a ser corrigido.

5. Compulsando os autos, verifico que o Reclamante baseou a sua reclamação junto ao MRP na suposta realização pela Corretora de operações à sua conta, sem a sua autorização. Esta foi a questão controvertida ao longo do feito e examinada nas diversas instâncias decisórias que precederam o julgamento do recurso pelo Colegiado da CVM.

6. No entanto, o Colegiado fundamentou o provimento do recurso em outro fato, qual seja, na delegação, supostamente irregular, da prestação do serviço de consultoria de valores mobiliários que a Corretora teria feito a agentes autônomos a ela vinculados, em infração à regulamentação vigente, que vedava a esses últimos o desempenho da aludida atividade.

7. Dessa maneira, a decisão do Colegiado baseou-se em fato que não fora alegado pelo Reclamante para fundamentar a sua reclamação junto ao MRP e tampouco fora controvertido pelas partes interessadas e apreciado pelas diversas instâncias decisórias do feito.

8. Entendo que tal procedimento não se coaduna com os princípios do devido processo legal, do contraditório e da ampla defesa, restando, assim, caracterizado o error in procedendo.

9. Desse modo, considero necessária a revisão da decisão proferida em 18.3.2014, cabendo ao Colegiado reexaminar o recurso interposto pelo Reclamante contra a decisão do Pleno da BSM, tendo em conta, exclusivamente, o fundamento apresentado na reclamação formulada junto ao MRP.

(...)

14. Quanto ao quarto bloco, vale destacar que, nos termos da regulamentação vigente, a Corretora está obrigada a conservar as gravações das ordens recebidas de seus clientes, de modo que recai sobre ela o ônus de provar que as operações foram autorizadas pelos seus clientes. Caso tenha falhado no seu dever de manter as gravações, há de presumir-se, portanto, que as ordens não foram recebidas e, por conseguinte, que as operações foram feitas à revelia do cliente.

15. Cuida-se, todavia, de presunção relativa, que pode ser elidida caso estejam presentes nos autos elementos de prova aptos a demonstrar, direta ou indiretamente, que as operações foram feitas com a anuência do investidor.

16. No presente caso, ao compulsar os autos, identifico indícios robustos e suficientes para concluir que as operações compreendidas no quarto bloco foram realizadas com o consentimento do Reclamante.

17. Nessa direção, cumpre sublinhar, inicialmente, o perfil do Reclamante. Trata-se de investidor experiente e arrojado, com um histórico considerável de operações em bolsa, inclusive por meio de outras corretoras. No período em que foi cliente da Planner Corretora de Valores S.A. (7.5.2004 a 29.9.2010), o Recorrente realizou volume considerável de operações à vista, à vista day trade e a termo, seguindo um padrão semelhante ao que seria, em seguida, observado no período em que atuou por meio da XP Investimentos (fl. 8).

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

18. De outra parte, há evidências significativas de que o Reclamante acompanhava de perto seus investimentos. Não apenas acessava com certa frequência o home broker (fls. 253-258) como também comparecia ao escritório dos agentes autônomos. Além disso, recebia da BM&FBOVESPA os Avisos de Negociação de Ativos – ANAs, os extratos de posição em custódia e os avisos de movimentação do BTC (fls. 18-19).

19. Há ainda duas circunstâncias que contribuem para o meu convencimento. A primeira diz respeito ao período relativamente longo (10.9.2010 a 2.5.2011) durante o qual a Corretora teria realizado, continuamente, operações à revelia do Reclamante, sem que este tivesse se insurgido, muito embora recebesse regularmente os informes da BM&FBOVESPA. A segunda refere-se ao fato de o Reclamante ter, em sua inicial, pedido ressarcimento de determinadas operações – mencionadas nos três primeiros blocos – em relação às quais, no curso deste processo, restou comprovado (por meio de prova direta) que foram por ele autorizadas.

20. Por todo o exposto, voto nos seguintes termos:

(i) pelo não conhecimento de pedido de reconsideração formulado pela Corretora;

(ii) pela revisão de ofício da decisão do Colegiado proferida na Reunião nº 09/2014, em 18.3.2014, tendo em vista a existência de error in procedendo; e

(iii) pelo indeferimento integral do recurso formulado pelo Reclamante para que seja mantida a decisão Pleno do Conselho da BSM.

21. Por fim, ressalto que, independentemente dos próprios limites da presente decisão administrativa, em virtude de decisão judicial proferida em sede do agravo de instrumento conforme mencionado nos itens 25 e 26 do Relatório, o investidor Reclamante não pode ser obrigado a devolver a importância já recebida a título de ressarcimento de danos, até o final da ação judicial nº 0165561- 19.2014.4.02.5101, que corre perante o MM. Juízo Federal da 28ª Vara Federal do Rio de Janeiro.

902. A leitura desse relatório e voto suscitam alguns questionamentos. Ainda que se concorde com eventual falha na decisão anterior do colegiado, por falta de respeito ao contraditório e ampla defesa, estaria então qualquer decisão da CVM sujeita a revisão de ofício? A qualquer tempo? O peso da recorrente, por ser a maior corretora em termos de número de AAI, e eventuais impactos da decisão pretérita, teriam influenciado no sentido da revisão da decisão?

903. Além desses questionamentos, é importante ressaltar que o relatório e o voto reconhecem que a corretora não tinha algumas gravações que deveria ter, mas não há qualquer proposta relacionada a atacar essa questão. A mesma problemática foi observada em outro processo citado anteriormente.

Conclusão sobre aspectos qualitativos e quantitativos da fiscalização dos AAI pela CVM

904. Independentemente do mérito dos julgamentos realizados pela CVM, constata-se, na amostra visualizada, que há casos de sanções (multas) que teriam o condão de contribuir para dissuasão de práticas irregulares relacionadas às atividades dos AAI, e casos aparentemente tratados de forma branda, considerando as irregularidades apontadas. Ademais, constata-se que as sanções recaíram sobre agentes de mercado de pequena expressão institucional ou econômica.

905. Em relação ao tamanho das multas, não se pode fazer uma análise mais detida da dosimetria das penas em função de parte das informações serem tarjadas em função de sigilo. De todo modo, a averiguação seria mais para fins de investigar se há uma expectativa relevante de controle por parte dos AAI do que analisar o mérito de alguns casos concretos (tarefa que não caberia ao TCU, mas sim ao Colegiado da CVM).

906. Duas percepções podem ser destacadas. Primeiramente, o fato de que várias das irregularidades apontadas são tidas como graves. Em segundo, percebe-se a natureza indireta em que muitas das irregularidades são verificadas, ou seja, quase sempre detectadas em virtude de serem percebidas em algum outro processo.

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

907. Apenas em um caso observou-se atuação espontânea especificamente relacionada à atividade dos AAI. Nesse caso, porém, a absolvição dos acusados chamou a atenção, por alguns motivos, tais quais: tratava-se da corretora com maior número de agentes autônomos no mercado; as irregularidades apontadas a partir da pequena amostra observada sugerem um problema de grande extensão pelo maior ator do mercado de AAI; e não houve unanimidade na absolvição, mostrando que alguns diretores sinalizaram a importância de punir as irregularidades observadas.

908. Outra constatação que evidencia possível tratamento brando, enfraquecendo o poder dissuasório de práticas irregulares, é a possibilidade de celebração de termos de compromisso. Os acusados, a qualquer momento antes da realização do julgamento, poderão propor a celebração de Termo de Compromisso junto à CVM.

909. Não é absurdo colocar que, em algumas situações, o montante do valor a ser pago previsto na celebração do termo de compromisso pode ser vantajoso para o acusado, uma vez que muitas vezes ele é obrigado a arcar com o prejuízo que causou e que foi detectado, sem que se tenha conhecimento dos diversos prejuízos que pode ter causado sem ser detectado.

910. Considerando a natureza grave de algumas irregularidades; a possibilidade de celebração de Termo de Compromisso (ainda que, pela amostra, nem sempre seja aceito); a absolvição, mesmo diante de irregularidades constatadas; e, principalmente, a quantidade de processos abertos que ensejam apurações mais detalhadas em comparação à quantidade de reclamações e ao crescente número de agentes autônomos, resta claro que existe uma baixa expectativa de controle por parte dos AAI.

911. Os casos concretos reforçam dois aspectos que sinalizam a insuficiência da atuação da CVM em relação às atividades dos AAI, quais sejam: a pouca probabilidade de o AAI (ou a corretora ao qual ele se vincula) vir a ser fiscalizado; e a chance ainda menor de vir a ser apenado, conquanto cometa irregularidade considerada grave.

912. Tendo isso em vista, mas considerando eventual escassez de recursos ou priorização de outros aspectos a serem fiscalizados, entende-se prudente recomendar à autarquia que tome medidas no sentido de aumentar a eficiência das atuações em casos envolvendo AAI, o que significa identificar grupos de maior risco (sejam algumas corretoras, sejam algumas sociedades de AAI) e, a partir dessa identificação, estabelecer critérios na seleção das ações de fiscalização envolvendo AAI que contribuam para maior contundência nas decisões ou menor taxa de absolvições.

Fiscalizações espontâneas da CVM nas atividades dos AAI

913. Se uma atuação é dita insuficiente ou omissiva, é preciso esclarecer em relação a quê há a insuficiência ou omissão. O que se busca mostrar é que, nos moldes em que o mercado funciona, os AAI têm expectativa muito baixa de serem fiscalizados, e uma expectativa menor ainda de serem penalizados. Não há pretensão de se apontar uma única causa, entre muitas possíveis, tais quais: falta de pessoal, falta de capacitação do corpo técnico em relação aos agentes de mercado, priorização de outras fiscalizações, conflitos de interesse, entre outras.

914. A falta de pessoal e eventualmente a necessidade de maior capacitação, ainda que pertinentes, são problemas que acometem vários órgãos e cuja solução em geral esbarra no problema da falta de recursos e se vislumbra no longo prazo, de modo que o foco do que pode ser melhorado no momento recai sobre a questão da possibilidade do conflito de interesse (a ser abordada em outro achado neste relatório, por impactar não apenas a questão dos AAI, mas uma gama muito maior de atuações da CVM) e da priorização das fiscalizações.

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

915. Considerando o formato de atuação da CVM, ora atuando em função de demandas externas, ora espontaneamente, faz-se importante aduzir como se dá a atuação de forma espontânea no que tange à fiscalização dos AAI.

916. Dois aspectos devem ser considerados. Primeiramente, o mais recente documento referente à Supervisão Baseada em Risco (SBR), tanto o plano bienal quanto o relatório semestral (entre os itens não-digitalizáveis da peça 46), de modo a identificar se a fiscalização dos AAI vem sendo prevista. Em segundo lugar, avaliar se a questão da fiscalização dos AAI é considerada uma prioridade, por meio do exame da mais recente matriz de risco elaborada pela Assessoria de Análise Econômica e Gestão de Riscos da CVM – ASA (peça 40).

917. A análise do Plano Bienal 2017-18 da Supervisão Baseada em Risco permite concluir que nesse período a fiscalização pela CVM da atividade dos AAI estava contemplada, tanto em se tratando da fiscalização indireta (por meio do autorregulador) quanto da fiscalização diretamente exercida pela CVM. É o que se depreende dos trechos abaixo:

> *Para cumprir os mandatos legais de assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados de bolsa e de balcão, proteger os investidores contra atos irregulares, evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação, assegurar a observância de práticas comerciais equitativas, garantir o acesso à informação adequada e fiscalizar e punir atos irregulares, a CVM, em sua atividade de acompanhamento e supervisão dos mercados, dos integrantes do sistema de distribuição e dos depositários centrais, realizará as ações gerais abaixo descritas, juntamente com os seus resultados esperados e os eventos de risco que podem afetar esses resultados:*
> *Ação Geral 1: Supervisão do exercício da autorregulação pelas entidades administradoras de mercados organizados, entidades de compensação e liquidação, depositários centrais e entidades credenciadoras, realizada pela BM&FBOVESPA Supervisão de Mercados (BSM) e pelo Departamento de Autorregulação da CETIP (DAR da CETIP).*
> *Ação Geral 2: Acompanhamento e fiscalização direta dos intermediários e seus prepostos (incluindo agentes autônomos), custodiantes e escrituradores.*
> *Ação Geral 3: Acompanhamento e fiscalização da atividade de intermediação irregular, de forma a verificar a atuação de pessoas não autorizadas.*
> *Ação Geral 4: Acompanhamento e monitoramento das operações realizadas ou registradas nos mercados organizados.*
> *(...)*
> *Evento de Risco nº 1: Falhas na fiscalização das operações realizadas nos mercados de bolsa e de balcão organizado.*
> *Evento de Risco nº 2: Falhas na fiscalização dos intermediários e seus prepostos (incluindo os agentes autônomos), dos custodiantes e dos escrituradores.*
> *Evento de Risco nº 3: Falhas na instrução e conclusão de processos administrativos sancionadores.*
> *Evento de Risco nº 4: Deficiências no atendimento de reclamações ao Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos - MRP.*
> *Evento de Risco nº 5: Falhas no processo de recomendação e de verificação da adequação de produtos, serviços e operações aos perfis dos clientes.*
> *Evento de Risco nº 6: Falta de efetividade no exercício da função de Diretor de Controles Internos (ICVM n.º 505/11).*
> *Evento de Risco nº 7: Atuação, em mercados regulamentados de valores mobiliários, de pessoas não autorizadas a operar.*
> *Evento de Risco nº 8: Não detecção de operações irregulares nos mercados organizados.*

918. Em relação à supervisão sobre o autorregulador, o texto contido no plano reconhece como tendo potencial de dano médio-alto o evento de risco nº 2, que trata, entre outros fatores, de falhas na fiscalização dos agentes autônomos, apesar de mencionar que, segundo a BSM, seria um evento de baixa probabilidade. O evento de risco nº 3, por sua vez, é considerado com potencial de dano alto e média probabilidade de ocorrência. Corrobora, de certa forma, as análises realizadas acima sobre aspectos qualitativos da fiscalização da CVM sobre os AAI a partir de casos concretos.

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

919. Uma efetiva atuação sobre as atividades dos AAI pode também ser verificada ao se contemplar os relatórios semestrais de Supervisão Baseada em Risco. Observando o conteúdo dos relatórios semestrais de 2017 e do primeiro semestre de 2018 (p. 2-3 da peça 78; ver resposta ofício 3), nota-se que há atuação sobre a atividade dos AAI e de pessoas que se passam por AAI, mas que parece dispersa, uma vez que não se percebe uma atividade sistemática no sentido de buscar identificar grupos de maior risco, como determinadas corretoras ou sociedades de AAI.

920. Verificando a matriz de risco criada, entre outros motivos, com intuito de subsidiar a construção do Plano Bienal de Supervisão Baseada em Risco para o biênio 2019-2020, percebe-se que, entre os riscos econômicos enxergados pela CVM, a questão da fiscalização dos agentes autônomos não está entre os maiores problemas segundo a visão da autarquia. Os riscos são classificados conforme abaixo:

TOTAL = 31 Eventos/7 Riscos/3 Inclusões — Consequência (Impacto)

Probabilidade \ Risco Calculado	1 Insignificante	2 Pequeno	3 Moderado	4 Grande	5 Catastrófico
5 Certo	15	40	105	180	250
4 Muito Provável	12	32 1 EVENTOS	72	128	200
3 Provável	6	18	45 6 EVENTOS	84 3 EVENTOS	120 1 EVENTOS
2 Pouco Provável	4	8	24 7 EVENTOS	48 6 EVENTOS	70 2 EVENTOS
1 Improvável	1	4	9 5 EVENTOS	20 1 EVENTOS	30

921. Os mais relevantes são considerados conforme três propostas de elegibilidade dos eventos de risco para tratamento via Plano Bienal do SBR, quais sejam conservadora, mediana e arrojada:

Elegibilidade ao SBR - Proposta Conservadora — Consequência (Impacto)

Probabilidade \ Risco Calculado	1 Insignificante	2 Pequeno	3 Moderado	4 Grande	5 Catastrófico
5 Certo		40 Médio	105 Alto	180 Muito Alto	250 Extremo
4 Muito Provável		32 Médio	72 Alto	128 Alto	200 Muito Alto
3 Provável			45 Médio	84 Alto	120 Alto
2 Pouco Provável				48 Médio	70 Alto
1 Improvável					30 Médio

Elegibilidade ao SBR - Proposta Mediana — Consequência (Impacto)

Probabilidade \ Risco Calculado	1 Insignificante	2 Pequeno	3 Moderado	4 Grande	5 Catastrófico
5 Certo		X	105 Alto	180 Muito Alto	250 Extremo
4 Muito Provável		X	72 Alto	128 Alto	200 Muito Alto
3 Provável			45 Médio	84 Alto	120 Alto
2 Pouco Provável				48 Médio	70 Alto
1 Improvável					X

Elegibilidade ao SBR - Proposta Arrojada — Consequência (Impacto)

Probabilidade \ Risco Calculado	1 Insignificante	2 Pequeno	3 Moderado	4 Grande	5 Catastrófico
5 Certo		X	105 Alto	180 Muito Alto	250 Extremo
4 Muito Provável		X	72 Alto	128 Alto	200 Muito Alto
3 Provável			X	84 Alto	120 Alto
2 Pouco Provável				X	70 Alto
1 Improvável					X

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

922. Abaixo temos a visão consolidada da listagem de eventos de risco relacionados à SMI. Os eventos em laranja seriam inclusos no Plano Bienal dentro das três propostas acima mencionadas. Os eventos em amarelo seriam inclusos no Plano Bienal apenas nas propostas "mediana" e "arrojada". Os eventos em verde seriam inclusos apenas na proposta conservadora. Os eventos em branco sempre estariam excluídos do Plano Bienal, com seu tratamento encontrando-se sob a alçada das áreas. Percebe-se ser este o caso da fiscalização dos AAI (itens 21 e 26 do quadro abaixo):

Nº	Eventos - SMI	SBR Anterior?	Nível de Risco
1	Falhas nos processos dos intermediários (monitoramento e análise de operações atípicas) sobre PLDFT, em mercado de bolsa	Não	120
2	Falhas nos processos dos intermediários sobre 'suitability' (perfil, categorias, recomendações e alertas), em mercado de bolsa	Não	84
3	Distribuição de contratos derivativos Forex sem contratação de instituição intermediária e sem dispensa regulatória.	Sim	84
4	Avaliação sobre os robôs de ordens utilizados pela indústria de intermediação, no escopo de novas tecnologias.	Não	84
5	Falhas gerais no processo de gestão de risco de PLDFT pelos intermediários	Sim	70
6	Falhas nos processos dos intermediários sobre segurança da informação, em mercado de bolsa	Sim	70
7	Falhas por parte da BSM no atendimento de reclamações ao MRP.	Sim	48
8	Intermediação de valores mobiliários por participantes não autorizados em regulamento e lei.	Sim	48
9	Não detecção de operações irregulares nos mercados organizados, em especial casos de uso de informação privilegiada.	Sim	48
10	Não detecção de operações irregulares nos mercados organizados, em especial casos de manipulação de preços.	Sim	48
11	Não detecção de operações irregulares nos mercados organizados, em especial casos de spoofing/layering.	Sim	48
12	Não detecção de operações irregulares nos mercados organizados, em especial outros casos de irregularidades.	Sim	48
13	Ausência, nas políticas de suitability dos intermediários, de comandos destinados a obter as informações mínimas para a identificação do perfil do cliente.	Sim	45
14	Ausência, nas políticas de suitability dos intermediários, de comandos destinados a vedar recomendações nos casos em que os custos diretos e indiretos associados aos produtos, serviços ou operações impliquem ônus excessivo e inadequado ao perfil do cliente.	Sim	45
15	Ausência, nas políticas de suitability dos intermediários, de comandos destinados a classificar os produtos em categorias, tendo em vista a adequação ao perfil do cliente.	Sim	45
16	Ausência, nas políticas de suitability dos intermediários, de comandos destinados a vedar recomendações quando houver incompatibilidade entre a categoria de produto e o perfil do investidor.	Sim	45

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

17	*Ausência, nas políticas de suitability dos intermediários, de comandos destinados à recomendação de produtos complexos*	*Sim*	*45*
18	*Não encaminhamento, pelo diretor responsável por suitability aos órgãos de administração do intermediário, de relatório semestral acerca de controles internos, compliance e recomendações a respeito de eventuais deficiências, com o estabelecimento de cronogramas de saneamento.*	*Sim*	*45*
19	*Adoção de novas tecnologias e modelos de negócio intensivos em tecnologia por parte de participantes regulados ou à margem da regulação.*	*Sim*	*32*
20	*Falhas na fiscalização da BSM sobre as operações realizadas nos mercados de bolsa e de balcão organizado da B3.*	*Sim*	*24*
21	*Falhas nas auditorias realizadas pela BSM junto aos intermediários, incluindo agentes autônomos, custodiantes e escrituradores*	*Sim*	*24*
22	*Falhas por parte da BSM na instrução e finalização de processos administrativos sancionadores.*	*Sim*	*24*
23	*Ausência, nas políticas de suitability dos intermediários, de comandos destinados a emitir alerta prévio à realização de operações fora do perfil do cliente e a exigir a declaração expressa do cliente nessa condição.*	*Sim*	*24*
24	*Não encaminhamento, pelo diretor de controles internos aos órgãos de administração do intermediário, de relatório semestral acerca de controles internos, compliance e recomendações a respeito de eventuais deficiências, com o estabelecimento de cronogramas de saneamento.*	*Sim*	*24*
25	*Falhas nos processos dos intermediários sobre gerenciamento de ordens dos clientes, em marcado de bolsa*	*Sim*	*24*
26	*Falhas nos processos dos intermediários sobre atuação de agentes autônomos contratados, em mercado de bolsa*	*Sim*	*24*
27	*Ausência, no relatório de controles internos, de conclusões dos exames efetuados pelo diretor de controles internos, bem como as recomendações a respeito de eventuais deficiências, com o estabelecimento de cronogramas de saneamento*	*Sim*	*9*
28	*Ausência, no relatório de controles internos, de manifestação do diretor responsável pela norma, sobre as medidas planejadas para saneamento das deficiências encontradas.*	*Sim*	*9*
29	*Acúmulo de funções de diretor responsável pela norma e de diretor de controles internos.*	*Sim*	*9*
30	*Falhas nos processos dos intermediários sobre cadastro de clientes, em mercado de bolsa*	*Sim*	*9*
31	*Falhas nos processos dos intermediários sobre integridade e regular funcionamento do mercado de bolsa*	*Sim*	*9*

923. Vê-se, portanto, que a causa aparente para a questão da omissão ou ineficiência na atividade fiscalizatória das atividades relacionadas a AAI é a questão da priorização das fiscalizações,

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

em função dos riscos vislumbrados pela autarquia. Nada obstante, entende-se que, dado o papel relevante dos AAI como porta de entrada de muitos investidores ao mercado de capitais, é possível melhorar a atuação da CVM nesse sentido, buscando identificar grupos de risco em se tratando de AAI, como algumas corretoras, por não fazerem o controle interno devido, ou sociedades de AAI.

Audiência Pública para modificação das normas referentes aos AAI

924. Importante ressaltar que, no final do período de execução da auditoria, a CVM abriu prazo para audiência pública convidando setores regulados e o público em geral para apresentação de manifestações sobre as opções regulatórias relacionadas à modernização da norma que dispõe sobre os agentes autônomos de investimento – AAI e ao aprimoramento da atividade de distribuição de valores mobiliários.

925. O objetivo da autarquia é receber sugestões para modernizar e aprimorar a atividade de distribuição de valores mobiliários e conciliar o controle de conflitos de interesse na venda de produtos de investimento e a ligação comercial entre os profissionais e as corretoras. Deve também reforçar a diferenciação entre o agente autônomo e o consultor de investimentos, segundo a CVM.

926. Considerando alguns aspectos mencionados neste relatório, a equipe entende que tal modernização vem em bom tempo, entre outros motivos pelo fato de ter havido crescimento significativo de AAI vinculados a uma mesma corretora, o que talvez não tenha sido adequadamente vislumbrado no normativo anterior.

927. A exclusividade de vínculo hoje existente entre os AAI e a instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários e suas implicações na indústria, inclusive a nível concorrencial, é uma das principais preocupações da audiência pública. Outra é referente à transparência da remuneração dos agentes autônomos, conflito de interesses e as diferenças fundamentais da atuação deste participante de mercado com outro, o consultor de valores mobiliários.

928. Tendo em vista que alguns pontos suscitados se relacionam, direta ou indiretamente, com aspectos mencionados ao longo deste achado, reproduz-se abaixo algumas partes mais relevantes do edital de audiência pública (p. 1-15 da peça 79):

> *(...)*
> *Este tipo de consulta de natureza conceitual, ao contrário das audiências públicas usualmente realizadas pela CVM, não está associada a uma minuta de instrução específica, mas a CVM entende que as ponderações e comentários do público podem ser de extrema valia na sinalização de possíveis opções regulatórias a serem consideradas. (...)*
> *Ademais, destaca-se que as contribuições também servirão de insumo para a análise de impacto regulatório que será realizada pela CVM no que se refere à conveniência da manutenção da exigência de exclusividade (...)*
> *O Edital de audiência pública SDM nº 03/10, que antecedeu a edição da Instrução CVM 497, pontuou determinados aspectos importantes para a correta contextualização e motivação do texto da citada instrução. (...)*
> *O referido documento relatava que a estrutura de distribuição por meio da atuação dos AAI demandava cuidados na medida em que tal agente, de um lado, era preposto do intermediário, exercendo função eminentemente comercial – sendo remunerado a partir da movimentação dos clientes captados – e, de outro lado, era depositário da confiança de tais clientes e assumia, perante estes, em situação de conflitos de interesses, funções de consultoria e mesmo de gestão de carteira.*
> *Ademais, prosseguia o citado Edital, era comum o entendimento equivocado de que os investidores trazidos pelos AAI para operar em um intermediário eram, na verdade, clientes dos primeiros, estando vinculados aos intermediários somente pela necessidade de acesso ao mercado. Isso levava ainda à impressão, igualmente equivocada, de que os intermediários prestavam serviços*

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

acessórios, sendo essa percepção uma flagrante distorção da regulamentação já existente e um risco ao mercado.
Aquele quadro poderia gerar riscos significativos, uma vez que os clientes tinham dificuldades para, em caso de ocorrência de problemas diversos, comprovarem o ocorrido ou para recorrerem às salvaguardas institucionais (como o Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos), sem saber sequer quem era o verdadeiro responsável.
Os AAI eram chamados a assumir responsabilidades, inclusive de ordem financeira, que não se coadunavam com as atividades por eles desenvolvidas. As corretoras, por fim, não apenas assumiam riscos perante os reguladores e as entidades autorreguladoras a que estavam vinculadas, como também, e especialmente, perdiam a capacidade de administrar de maneira adequada a sua exposição aos clientes.
A proteção dos interesses do cliente, dispunha o citado Edital, seria construída a partir da criação de obrigações e de responsabilidades para os intermediários. Estes, ademais, em seu papel de gatekeepers, seriam obrigados a acompanhar as atividades dos seus clientes também para fins de comunicação aos reguladores em caso de eventuais irregularidades. Não deveria haver dúvidas quanto ao papel eminentemente comercial dos AAI.
Desse modo, a Instrução CVM 497 teve como um de seus principais objetivos corrigir estas distorções. Ela esclarece que o intermediário é igualmente responsável por todos os seus clientes, tendo eles sido captados por meio de seus empregados ou por agentes autônomos. (...)
A CVM tinha como objetivos: lançar as bases para um desenvolvimento sustentável do mercado, reduzir a possibilidade de ocorrências capazes de minar a confiança do público investidor e deixar mais clara a estrutura de responsabilidades no processo de distribuição. (...)
...novidades trazidas pela Instrução CVM 497 (...)
Vedação à participação, no capital social dos agentes autônomos pessoa jurídica, de terceiros não registrados como agentes autônomos pessoa física. (...)
Atividades permitidas e vedadas aos AAI. (...)
Responsabilidade dos Intermediários. (...)
Exclusividade de vinculação do AAI a um único intermediário. (...)
Organização do AAI pessoa jurídica. (...)
...Evolução da indústria e cenário atual
Desde a edição da Instrução CVM 497, o panorama da indústria passou por mudanças significativas: a tradicional indústria bancária, que naturalmente possui maior facilidade para captar e alocar recursos de seus correntistas, observou a disseminação de boutiques e plataformas digitais de produtos financeiros que buscam se estabelecer como uma alternativa a elas, oferecendo ampla oferta de produtos de investimento de gestores distintos, por meio de arquitetura aberta.
Esse ambiente permite a oferta aos investidores de produtos mais diversificados e com taxas competitivas, em razão da redução dos custos de intermediação, e fornece, ainda, múltiplos canais de distribuição aos gestores que buscam ofertar seus produtos.
Tem-se verificado o surgimento de fintechs, plataformas digitais e de novas instituições focadas em prover o serviço de "supermercado" ou "shopping" de investimentos e ainda o esforço de intermediários já estabelecidos em seguir tal modelo. Tal movimentação é acompanhada do crescimento do número de CPFs cadastrados junto à bolsa, que chegou, em abril de 2019, a um patamar de 1 milhão de pessoas físicas aptas a negociar.
A ascensão de investidores na bolsa e a migração de recursos das grandes instituições financeiras para as plataformas digitais são resultados de uma série de fatores combinados, tais como:
(i) o patamar das taxas de juros a níveis historicamente baixos, o que faz com que os investidores busquem alternativas e produtos mais rentáveis;
(ii) a intensa ação de marketing das plataformas, sobretudo em meios digitais;
(iii) a simplificação do processo de abertura de contas e transferência de recursos atualmente disponível;
(iv) a atuação dos próprios agentes autônomos; e
(v) o contingente maior de informações sobre finanças e ações de educação financeira.

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

No universo dos intermediários independentes não pertencentes a conglomerados financeiros, por outro lado, percebeu-se expressiva concentração no vínculo dos agentes autônomos de investimento junto a uma mesma instituição integrante do sistema de distribuição.
É relevante também ressaltar o crescimento acelerado no número de agentes autônomos credenciados nos últimos anos, seja por meio da propagação de cursos on-line preparatórios para a formação de novos profissionais da área e da capilarização da realização do exame de certificação pelo território brasileiro, seja pela migração de profissionais de finanças com atuação em outras áreas, como segmentos de private banking de grandes bancos.
Tal aumento foi de 18% no ano de 2018, segundo Boletim de Mercado divulgado pela CVM, chegando-se a 7.745 agentes autônomos registrados ao final do ano passado.
Outra dinâmica observada foi o aumento de agentes autônomos pessoas jurídicas de maior porte e estrutura, que convivem com a vedação à constituição de AAI pessoa jurídica sob a forma de sociedade empresária e, como visto, a organização unicamente sob a forma de sociedade simples, que não é vocacionada para o desenvolvimento de atividade empresarial de grande porte.
Hoje há AAI pessoas jurídicas maiores que parte dos intermediários. (...)
Atualmente, o contexto em que se inserem os agentes autônomos parece ter mudado de forma relevante o suficiente para que as medidas tomadas pela CVM em 2011 sejam reexaminadas.
Nesse sentido, a CVM propõe um exercício de conceber um melhor modelo para a atividade de distribuição de valores mobiliários, não só avaliando os pleitos específicos da categoria dos agentes autônomos, mas considerando em conjunto o interesse de todos os agentes envolvidos: emissores, gestores, intermediários, bancos, consultores de valores mobiliários e, sobretudo, os investidores. (...)
... Exclusividade
Ainda que amplamente justificada quando da edição da Instrução CVM 497, a exigência de exclusividade vem sendo a cada dia mais desafiada e há quem alegue que ela possa inibir a concorrência no mercado de distribuição.
Isso se daria porque intermediários novos e de menor porte teriam grandes dificuldades de atrair e contratar agentes autônomos de investimento para suas plataformas na medida em que estes são remunerados por meio de comissões proporcionais ao volume captado e, dada a imposição da exclusividade, tendem a buscar e manter seus vínculos com os intermediários maiores em função da perspectiva de ganhos mais expressivos.
Dado o papel fundamental dos agentes autônomos na captação de novos clientes, a dificuldade de contratá-los em decorrência da exigência de exclusividade poderia restringir a concorrência no segmento ao limitar o número de distribuidores por meio de aumento significativo nos custos de entrada no mercado. Isto aumentaria o poder de mercado das corretoras maiores e já estabelecidas, em detrimento tanto dos clientes investidores, que podem ficar sujeitos a maiores taxas de administração de suas aplicações, como dos ofertantes (bancos de pequeno e médio porte, empresas emissoras de títulos privados etc), que terão menos condições de negociar a distribuição de seus ativos.
Nesse sentido, abrir mão do vínculo com os intermediários que concentram maior participação no mercado tende a representar um custo de oportunidade muito elevado, considerando o volume de negócios, constituindo barreira de entrada significativa para novos entrantes ou mesmo para o crescimento das concorrentes de menor porte.
Por outro lado, é inegável que os agentes autônomos representam a força de venda dos intermediários, recebem treinamento e incentivos claramente vinculados ao seu resultado e isso se coaduna com o regime da exclusividade. Na medida em que tal regime se dissolve, parece que poderia haver um estímulo às corretoras investirem em equipes próprias e o incentivo à formação de novos agentes autônomos minguar.
Nas interações rotineiras com o mercado, a CVM vem discutindo a possibilidade de exclusão da exigência de exclusividade. Nesse sentido, em linha com a questão da sociedade simples, uma opção a ser considerada é o estabelecimento de uma segmentação, prevendo exigências relacionadas ao porte e à estrutura para os agentes autônomos que desejem atuar com mais de um intermediário.
Cabe acrescentar que a avaliação acerca da manutenção ou não da exclusividade em tela será objeto de estudo de análise de impacto regulatório a ser conduzido pela Assessoria de Análise

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

Econômica e Gestão de Riscos - ASA da CVM ainda em 2019, estudo esse que será mais um subsídio para a CVM avaliar a oportunidade e conveniência de manter tal vedação.
Tendo em vista todas as considerações acima, a CVM está especialmente interessada em obter comentários do público sobre as seguintes questões:
e) é pertinente e oportuna a eventual flexibilização da exclusividade para os agentes autônomos, considerando, de um lado, a potencial redução da concorrência no mercado de intermediação, e, de outro, a atuação dos intermediários como "gatekeepers" de sua atuação?
f) no extremo oposto do espectro regulatório, é pertinente e oportuno estender a exclusividade entre agentes autônomos e intermediários para a distribuição de cotas de fundos de investimento (eliminando a diferenciação entre distribuição de cotas de fundos de investimento e a de outros valores mobiliários)? Nesse sentido, pedimos considerações que levem em conta tanto o aspecto concorrencial quanto a proteção ao investidor.
g) que salvaguardas deveriam ser adotadas para mitigar os eventuais efeitos negativos que adviriam da eliminação do comando de exclusividade (por exemplo, determinação de estrutura de controles internos, indicação de diretores responsáveis, elaboração de regras, procedimentos e controles internos, medidas a serem adotadas para a preservação do sigilo das operações dos clientes ou estabelecimento de capital mínimo)?
h) em um eventual cenário no qual os AAI sejam liberados do requisito de exclusividade e, em decorrência disso, passem a suportar uma carga regulatória maior, a que tipo e abrangência de disclosures (informações disponibilizadas ao público investidor, ainda que também compartilhadas com o regulador) este participante deveria estar sujeito?
i) seria apropriado estabelecer alguma segmentação entre os agentes autônomos? Caso positivo, quais critérios poderiam ser adotados?
j) de que forma poderia se dar o rearranjo de responsabilidades decorrente de tal flexibilização? O que caberia aos intermediários e aos AAI que não estivessem sob o regime da exclusividade?
k) como poderiam se dar a supervisão e o acompanhamento pelos intermediários quanto aos atos praticados pelos AAI por eles contratados em um ambiente sem exclusividade? Como determinar o limite do que é responsabilidade de um e de outro intermediário? A relação entre administradores fiduciários e gestores pode servir como referência?
l) como o mecanismo de ressarcimento de prejuízo funcionaria em um cenário de ausência de exclusividade, considerando a possibilidade de o agente autônomo realizar uma série de operações prejudiciais ao cliente diluídas no tempo e entre vários intermediários e a possibilidade de não se conseguir identificar somente um intermediário responsável pelo seu prejuízo?
...Transparência
Algumas das diferenças fundamentais entre os agentes autônomos de investimento e os consultores de valores mobiliários são a figura de seu contratante e a origem de sua remuneração. Enquanto os agentes autônomos são contratados pelos intermediários para realizar a distribuição dos produtos financeiros – e são remunerados pelo volume de operações de seus clientes na forma de comissões –, os consultores são contratados diretamente pelos clientes e são remunerados por estes. Essas diferenças, que podem parecer sutis, têm grande importância na determinação dos incentivos e desincentivos na atuação desses dois participantes de mercado.
A atuação do agente autônomo é, sem dúvida, permeada por conflitos de interesses. Ele tem incentivos para vender os produtos financeiros que geram maior comissão (ou "rebates") e tem interesse que o cliente faça o maior número de operações possível, gerando corretagem, o que nem sempre pode ser do melhor interesse do cliente. A CVM não está afirmando que no mercado brasileiro os agentes autônomos ajam preponderantemente sob tais motivações, mas apenas reconhece que o conflito de interesses é inerente à sua atuação.
A atividade do consultor de valores mobiliários, por outro lado, é mais diretamente voltada à satisfação dos interesses do cliente, sendo inclusive vedado o recebimento pelo consultor de quaisquer comissões ou "rebates". Assim, o cliente precisa estar satisfeito com o serviço para valorizá-lo e pagar por ele.
Os consultores de valores mobiliários ainda são pouco numerosos no mercado brasileiro e encontram dificuldades em se fazerem conhecidos pelos investidores e em se adaptarem às estruturas de distribuição atualmente em operação, ainda que algumas plataformas digitais estejam buscando abrir espaço para eles.

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

Essa dificuldade decorre primordialmente da percepção dos investidores no mercado brasileiro de que este serviço de consultoria, ou assessoria, é gratuito e provido pelos intermediários, incluindo aí a maioria das plataformas digitais.
Contudo, esse serviço tem um custo, coberto pelas corretagens, rebates e comissões de venda de produtos financeiros. O desconhecimento deste custo pode não somente levar investidor a suportá-lo sem verdadeiramente assim o desejar, como também pode induzir esse investidor a erro ao levá-lo a acreditar que o agente autônomo com o qual mantém contato realiza suas recomendações sem conflitos de interesse (ainda que a regulamentação da CVM exija que ele comunique aos seus clientes que não atua de forma independente).
Atualmente, no momento da recomendação de produtos financeiros aos clientes, não há divulgação da remuneração que os produtos financeiros propiciam ao intermediário e ao agente autônomo de investimento.
Nesse sentido, considerando este contexto, a CVM tem especial interesse em receber comentários sobre as seguintes questões:
m) considerando a necessidade de se conferir mais transparência e mitigar conflitos de interesses na atuação dos agentes autônomos, qual a forma mais apropriada de se demandar a divulgação de sua remuneração pelos produtos distribuídos?
n) como estimular a atuação dos consultores de valores mobiliários em parceria com os intermediários e plataformas digitais de distribuição de produtos financeiros, sem desvirtuar sua atuação alinhada aos melhores interesses de seus clientes?
o) há outros tópicos relevantes diretamente correlacionados aos aqui levantados que devam ser objeto de eventual reflexão por parte da CVM? (...)

929. Conforme exposto pela própria CVM, existe uma problemática da regra atual de vincular o AAI a uma só instituição. Para que uma atividade de consultoria ou planejamento financeiro tenha de fato valor para quem a contrata, é necessária uma avaliação independente, incompatível com as restrições aplicáveis ao AAI, que atuam necessariamente como preposto de um intermediário.

930. Suponha-se, por exemplo, que o AAI seja vinculado a uma instituição que distribui apenas fundos de investimento, e que o perfil do cliente do AAI indique a compra de ações. Se o AAI pudesse atuar como consultor, num tal cenário, haveria incentivo para que o AAI informasse ao seu cliente o que de fato lhe é recomendado (compra de ações), mas há um conflito de interesses que pode impedir que o AAI faça uma avaliação neutra das necessidades do cliente.

931. Em relação ao crescimento dos AAI, mencionado pela própria CVM no Ofício-Circular nº 4/2018-CVM/SMI (p. 4 da peça 51), há ainda outra situação possivelmente problemática, qual seja a quantidade concentrada em algumas instituições, o que pode acarretar aumento no risco de captura da CVM, enquanto entidade autárquica reguladora da atuação desses agentes.

932. Outro fator também preocupante é a proporção de agentes autônomos vinculados a uma mesma instituição, qual seja a XP, conforme se observa da tabela encaminhada pela SMI (planilha intitulada Divisão de Tarefas R1, entre os itens não-digitalizáveis da peça 44; resposta ofício 7, letra k). Tal concentração pode aumentar problemas relacionados ao risco de captura, ainda mais considerando que a IN CVM 497/2011 veda a vinculação de AAI a mais de uma instituição, fato que está agora sob análise na audiência pública realizada pela CVM em 2019.

933. Não se está aqui a argumentar que deveria haver necessariamente mais fiscalização sobre as atividades dos AAI. Pode ser que não haja pessoal ou capacitação suficiente para fiscalização a contento, ou haja outras priorizações. De todo modo, cabe frisar que a fiscalização não está talvez tendo a rigidez e contundência necessárias para desestimular práticas indevidas relacionadas à atividade dos AAI, causando prejuízos ao mercado de capitais, de modo que seria cabível recomendação no sentido de maior foco nas corretoras e sociedades de AAI que têm maior nível de risco associado ao cometimento de irregularidades nas atividades dos AAI.

III.5.3. Objetos

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

- *Reclamações via SAC;*
- *Relatórios Gerencias da SOI;*
- *Processos Administrativos envolvendo AAI;*
- *Termos de Acusação envolvendo AAI;*
- *Relatórios Gerenciais SMI;*
- *Edital de audiência pública da SDM.*

III.5.4. Critérios

- *Legislação, norma, jurisprudência, entendimento doutrinário ou padrão adotado;*
- *Lei 6.385/76, art. 8º, inciso III, c/c art. 1º, art. 15, inciso III, art. 16, inciso III;*
- *IN CVM 497/2011;*
- *IN CVM 505/2011;*
- *IN CVM 592/2011;*
- *Ofício Circular SMI 04/2018.*

III.5.5. Evidências

- *Respostas aos ofícios de requisição: item 2.a do ofício de requisição 001-343/2018-TCU (p. 1 e planilha entre os itens não-digitalizáveis da peça 46); item h do ofício de requisição 002-343/2018-TCU (p. 3-4 da peça 43); itens c2, c3 e c4 do ofício de requisição 003-343/2018-TCU (p. 2-3 da peça 78); itens c, d, e, f, g, h, u, n, o do ofício de requisição 007-343/2018-TCU (p. 2-5 e planilhas entre os itens não-digitalizáveis da peça 44); item d do ofício de requisição 009-343/2018-TCU (p. 5 e planilha entre os itens não-digitalizáveis da peça 67); itens d, e, f, g, h do ofício de requisição 012-343/2019-TCU (p. 21-27 da peça 45).*

III.5.6. Causas

934. Não há pretensão de se apontar uma única causa, entre muitas possíveis, tais quais: falta de pessoal, falta de capacitação do corpo técnico em relação aos agentes de mercado, priorização de outras fiscalizações, conflitos de interesse, entre outras.

935. A falta de pessoal e eventualmente a necessidade de maior capacitação, ainda que pertinentes, são problemas que acometem vários órgãos e cuja solução em geral se vislumbra no longo prazo, de modo que o foco recai sobre a questão da possibilidade do conflito de interesse (a ser abordada em outro achado neste relatório, por causar impacto não apenas à questão dos AAI, mas uma gama muito maior de atuações da CVM) e da priorização das fiscalizações.

III.3.7 Efeitos

936. A atuação insuficiente da CVM em relação à fiscalização das atividades dos AAI enseja pouca expectativa de controle e consequente proliferação de irregularidades nas atividades dos AAI. Recentemente, tornou-se pública a disputa entre o Itaú e a XP Corretora, envolvendo a atuação dos AAI.

937. Os AAI são um canal de acesso a investimentos que cresce cada vez mais. Para que haja confiança dos investidores nas atividades dos AAI e consequentemente no mercado, os AAI precisam atuar conforme as regras vigentes, o que por sua vez demanda atuação da CVM no sentido de criar

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

expectativa de controle e poder dissuasório de práticas irregulares. Mesmo quando atuou, as sanções aplicadas referiram-se quase sempre a agentes de menor expressão, o que pode indicar uma sanção com viés sobre os pequenos agentes, pois o mercado é altamente competitivo e fechado. Nesse contexto, as grandes corretoras podem atuar para restringir a atuação das pequenas corretoras, com o objetivo de impedir o aumento da concorrência entre elas.

938. A omissão ou insuficiência na fiscalização das atividades dos AAI enseja maior cometimento de irregularidades pelos AAI, o que por sua vez acaba por afugentar investidores, causando efeitos maléficos à confiança dos investidores e ao próprio desenvolvimento do mercado de capitais.

939. As falhas apontadas resultam em impunidade relacionada à atividade irregular dos Agentes Autônomos de Investimento e das corretoras, investidores frustrados e perda de confiança no mercado de capitais.

940. Abaixo trecho demonstrando a importância dos AAI para o mercado de capitais:

> *O agente autônomo de investimentos tem, pelo seu contato próximo ao investidor, função importante na distribuição de valores mobiliários. Além disso, os números do setor mostram que vem aumentando de maneira significativa o número de agentes registrados e em atuação. Nesse contexto, é inegável a importância da integral observância desses profissionais e das instituições que os contratam ao que determina a legislação vigente.*
> *(...)*
> *O agente autônomo atua no mercado financeiro e tem sob sua responsabilidade parcela da poupança popular. Assim, ele influencia decisões que podem ter grande peso tanto para os investidores envolvidos quanto para a reputação do mercado como um todo.*

III.5.8. Proposta de encaminhamento

941. Tendo em vista a análise quantitativa e qualitativa da ação da CVM no caso dos AAI, que denota possibilidade de que o risco da irregularidade cometida por AAI e pessoas se passando por AAI seja recompensado, entende-se necessário recomentar que a CVM aumente iniciativas na fiscalização dos AAI com foco em grupos de risco (sejam algumas instituições intermediárias do mercado de capitais, como por exemplo corretoras que têm número elevado de AAI vinculados; sejam algumas sociedades de AAI ou até mesmo alguns AAI pessoas físicas) a serem identificados e maior critério na seleção das ações de fiscalização, com vistas a uma maior efetividade nas decisões, evitando excesso de processos que resultem em absolvições.

III.5.9. Comentários dos Gestores

942. A proposta de recomendação foi submetida aos gestores, que ofereceram as seguintes considerações:

> ***VIII - COMENTÁRIOS À PROPOSTA DE RECOMENDAÇÃO "j"***
> *j) Recomendar à Comissão de Valores Mobiliários, com fundamento no art. 43, inciso I, da Lei 8.443/1992, combinado com o art. 250, inciso III, do Regimento Interno do Tribunal de Contas da União (RITCU), que aumente iniciativas na fiscalização dos agentes autônomos de investimento - AAI com foco em grupos de risco (sejam algumas instituições intermediárias do mercado de capitais, como por exemplo corretoras que têm número elevado de AAI vinculados; sejam algumas sociedades de AAI ou até mesmo alguns AAI pessoas físicas) a serem identificados por meio de mudança no critério na seleção das ações de fiscalização (item 907 do relatório preliminar de auditoria).*
> *1. Em relação à proposta de recomendação acima, no sentido do aumento das iniciativas na fiscalização dos agentes autônomos de investimento - AAI com foco em grupos de risco a serem identificados por meio de mudança no critério na seleção das ações de fiscalização, cabe destacar, preliminarmente, que parte significativa das ações desenvolvidas por esta Autarquia advém de*

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

denúncias ou reclamações que ingressam por meio dos canais de comunicação colocados à disposição da sociedade, como o Serviço de Atendimento ao Cidadão e o Protocolo Digital.
2. Tais ações, decorrentes de provocação externa, são desenvolvidas de forma concomitante àquelas provenientes de iniciativa institucional e, registre-se, pela mesma equipe. Nesse sentido, ao tempo em que a CVM dispõe de recursos limitados e, por certo, não pode deixar de atender demandas externas, em especial denúncias ou reclamações, a promoção do equilíbrio entre tais formas de atuação, ativa ou reativa, que são complementares, consiste, certamente, em um dos maiores desafios impostos à atividade de supervisão dos AAI.
3. Nesse sentido, visando reduzir o tempo de resposta das ações que demandam fiscalização in loco, algumas mudanças organizacionais foram realizadas a partir de 2019. As áreas de supervisão passaram a contar com inspetores em seus quadros técnicos e a atuar diretamente em ações de campo. Desde então, foram realizadas inspeções não somente em sociedades de AAI, mas também na XP Investimentos CCTVM, principal Corretora atuante nesse segmento, à qual estão vinculados mais de 7,2 mil AAI (PF), o que representa, aproximadamente, 66% dos profissionais credenciados (11 mil) e 87% dos profissionais vinculados a alguma instituição (8,3 mil).
4. Ademais, entre janeiro de 2019 e agosto de 2020, foram expedidos Ofícios de Alerta no âmbito de 38 (trinta e oito) processos de supervisão envolvendo AAI e instituições integrantes do sistema de distribuição às quais se encontravam vinculados, sendo que 76% dos casos envolveram a XP Investimentos CCTVM e AAI a ela vinculados. No mesmo período, foram propostos 6 (seis) Termos de Acusação envolvendo AAI, 4 (quatro) deles relacionados a profissionais vinculados à XP Investimentos CCTVM.
5. Para o biênio 2021-2022, além do aprimoramento dos critérios utilizados para seleção dos participantes que serão objeto de inspeções de rotina, o plano de Supervisão Baseada em Risco da CVM compreenderá evento específico para os AAI, de modo a tornar ainda mais eficiente a atuação da entidade e conferir ainda maior efetividade às suas ações de enforcement.
6. Em caráter complementar às citadas medidas, a área técnica (SMI) responsável pela supervisão dos AAI também tem envidado esforços para aprimorar sua capacidade de atuação por meio da adoção de ações estruturantes, o que inclui a automação do processo de atendimento aos ofícios judiciais destinados a bloqueio de bens e ativos, o que está sendo tratado para inclusão de todos os valores mobiliários no SISBAJUD, e a ampliação da força de trabalho na área.
7. Assim, e como a SMI já vem atuando nos termos do que consta da proposta de recomendação acima, e inclusive em razão de fatos supervenientes ao trabalho de auditoria de que se trata, entendemos que a referida proposta perdeu o objeto.

III.5.10. Análise dos Comentários dos Gestores

943. Inicialmente, os comentários informam que parte significativa das supervisões empreendidas pela autarquia decorrem das denúncias ou reclamações registradas por meio do Serviço de Atendimento ao Cidadão e o Protocolo Digital da CVM. Ou seja, representam demandas pontuais e assistemáticas. Segundo afirma a autarquia, tais demandas externas não podem deixar de ser atendidas e representam um desafio de compatibilização às ações de iniciativa própria, uma vez que é a mesma equipe que cuida de ambas. Logo, já no que diz respeito a esse ponto, discordamos que a proposta tenha perdido o objeto.

944. Ainda que, a partir de 2019, as áreas de supervisão tenham passado a contar com o reforço de inspetores, que migraram da superintendência de fiscalização para as superintendências finalísticas, o quadro não mudou. Efetivamente, segundo os comentários, 76% das 38 ações de supervisão se concentraram sobre a "XP Investimentos CCTVM e AAI a ela vinculados". Como se observa, são, ainda, poucas ações, relativamente ao universo de agentes autônomos atuantes no mercado. Nada obstante representar um retrato da capacidade operacional da autarquia federal, há oportunidades de melhoria. Essas oportunidades devem ser assinaladas, porque podem contribuir para o aperfeiçoamento da gestão autárquica, prevenindo que se disseminem práticas no mercado de valores mobiliários envolvendo a promessa de rentabilidade ou a distribuição de valores mobiliários cujos riscos não sejam adequadamente compreendidos pelos investidores.

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

945. Ante o exposto, com finalidade essencialmente colaborativa, propor-se-á recomendação à CVM no sentido de que a autarquia promova ações regulatórias mais efetivas e eficientes na supervisão sobre as atividades dos agentes autônomos de investimento vinculados às grandes corretoras, como, por exemplo, a XP Investimentos CCTVM, que contribuam para o aperfeiçoamento da gestão pública sobre esses agentes do mercado de valores mobiliários (itens 923 a 926, 930 e 931).

III.5.11. Proposta definitiva de encaminhamento

946. Recomendar à Comissão de Valores Mobiliários, com fundamento no art. 43, inciso I, da Lei 8.443/1992, combinado com o art. 250, inciso III, do Regimento Interno do Tribunal de Contas da União (RITCU), e no artigo 11 da Resolução-TCU 315, de 2020, que promova ações regulatórias mais efetivas e eficientes na supervisão sobre as atividades dos agentes autônomos de investimento vinculados às grandes corretoras (itens 941 a 943).

III. 6. Indícios de superposição de autoridade de supervisão técnica entre a SEP e a SNC relativamente à interpretação de temas contábeis aplicados ao processo de supervisão sobre as demonstrações financeiras das companhias abertas.

III.6.1 Descrição do achado

947. Indícios de superposição na análise da interpretação de temas contábeis entre a SEP e a SNC, no sentido de que as eventuais consultas da SEP à SNC sobre a interpretação desses temas produzem redundância de análises ou, às vezes, assimetria de interpretações relativamente ao mesmo caso concreto. Foram encontrados, nos planos bienais de SBR, elementos de intersecção entre as atividades de supervisão técnica da SEP e da SNC, relativamente à interpretação de temas contábeis aplicados, respectivamente, às demonstrações financeiras publicadas pelas companhias abertas e às atividades dos auditores independentes, que têm o potencial de produzir assimetrias na supervisão e de reduzir a eficácia e a eficiência da atuação regulatória da autarquia.

III.6.2 Situação encontrada

948. Conforme exposto no item III.1 e seus subitens, a CVM atua preventivamente por meio da Supervisão Baseada em Risco – SBR, determinada pela Resolução CMN nº 3.427/06 e regulamentada pela Deliberação CVM nº 521/07.

> *948.1. Ementa da Resolução CMN 3.427/2006:*
>
> *948.2. Estabelece, como política a ser observada no mercado de valores mobiliários, e como orientação geral das atividades finalísticas da CVM, a adoção de um modelo de regulação e supervisão baseado em risco, com a implantação de um Sistema de Supervisão Baseada em Risco do mercado de valores mobiliários - SBR.*

949. Assim sendo, desde o ano de 2009, a CVM tem realizado a maior parte de suas atividades de acompanhamento preventivo dos mercados e entidades sob sua jurisdição segundo um modelo de Supervisão Baseada em Risco – SBR desenvolvido internamente. Por meio dessa forma de atuação, em princípio, o regulador do mercado de valores mobiliários focaria sua atuação nos riscos ao desempenho de suas atribuições legais, racionalizando a utilização de recursos materiais e humanos e buscando uma abordagem mais preventiva do que reativa.

950. As atividades de supervisão foram direcionadas às superintendências de acordo com as áreas escolhidas pela autarquia como representativas de parcela significativa de sua jurisdição, a saber, empresas, auditores independentes, fundos de investimento, mercados e intermediários.

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

951. No que tange às demonstrações financeiras das companhias abertas, a supervisão baseada em risco foi atribuída à Superintendência de Relações com Empresas (SEP), mas o estabelecimento de normas e padrões de contabilidade a serem observados por essas companhias foi atribuído à Superintendência de Normas Contábeis (SNC). À SNC também foi atribuída a elaboração de pareceres sobre assuntos contábeis no âmbito amplo do mercado de valores mobiliários. Ademais, a SNC exerce a supervisão sobre as atividades dos auditores independentes.

952. Contudo, a supervisão sobre os auditores independentes não constou do primeiro plano bienal de SBR (2009 – 2010). Naquele plano, houve alusão às demonstrações financeiras somente através da supervisão baseada em risco planejada pela SEP. Somente a partir do plano bienal 2011 – 2012 houve a inclusão da supervisão sobre as atividades dos auditores no planejamento da SBR.

953. A supervisão sobre as companhias abertas compete à SEP. Por conseguinte, a supervisão baseada em risco sobre as empresas é de responsabilidade dessa superintendência, que, com foco no acompanhamento das informações periódicas e eventuais divulgadas ao mercado pelas companhias, elegeu, desde 2009, com pequenas adaptações, as seguintes ***ações gerais e resultados esperados****:*

> *Para cumprir os mandatos legais de proteger os investidores contra atos irregulares, garantir o acesso à informação adequada e fiscalizar e punir atos irregulares, a CVM, em sua atividade de acompanhamento e fiscalização de empresas, realiza duas grandes ações gerais, descritas abaixo juntamente com os resultados esperados:*
>
> *a) Acompanhamento das informações periódicas e eventuais divulgadas ao mercado pelas companhias, verificando sua disponibilização oportuna e sua qualidade, de modo a possibilitar a tomada de decisão pelo investidor de forma consciente.*
>
> *b) Acompanhamento da atuação dos administradores e acionistas controladores das companhias, verificando a observância do respeito ao interesse social [às leis e normas societárias] e aos direitos dos acionistas, de modo a fortalecer a confiança dos investidores no mercado.*

954. Para a CVM, o resultado esperado para a primeira ação geral estaria sujeito aos seguintes eventos de risco:

> *Não prestação ou atraso na entrega das informações periódicas por parte das companhias;*
>
> *Não divulgação adequada, pelas companhias, seus administradores ou acionistas, de informações úteis, capazes de afetar as decisões de investimento e o exercício de direitos por parte dos acionistas minoritários; e*
>
> ***Elaboração e divulgação, pelas companhias, das informações econômico-financeiras em desacordo com a regulamentação vigente e com as disposições estatutárias das sociedades [nossos grifos]****.*

955. No entanto, desde o início da implementação da SBR, da forma como foi encadeada a supervisão por iniciativa da CVM, o evento de risco que deflagra a atenção da SEP foi definido inicialmente como sendo o lançamento, pelo auditor independente, de parecer com ressalva, com abstenção de opinião ou com ênfase; posteriormente, relatórios de auditoria com opinião modificada. Efetivamente, o evento de risco que dispara o gatilho da supervisão por iniciativa própria da autarquia foi definido da seguinte maneira:

> *Plano bienal de SBR 2009 - 2010*
> *Evento de Risco 3: número médio de pareceres ressalvados emitidos pelo auditor independente para companhias de cada grupo desde 1/1/2009.*
> *Plano bienal de SBR 2017 – 2018*
> *O critério utilizado para a classificação da probabilidade de ocorrência desse evento de risco foi o percentual de incidência de relatórios de auditoria ou revisão especial com opinião ou conclusão modificada relativos às demonstrações financeiras de encerramento de exercício e intermediárias das companhias de cada Grupo desde 1/1/2011.*

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

956. Ou seja, desde o início, o critério de priorização para a escolha das demonstrações financeiras a serem supervisionadas consistiu no indicador de atuação do auditor independente em seu relacionamento profissional com a companhia.

957. Dessa forma, desde 2010, a autarquia elaborou a SBR com um gatilho que diz respeito à supervisão das demonstrações financeiras, que conectava a atuação entre a Superintendência de Relações com Empresas (SEP), responsável pelas companhias abertas, e a Superintendência de Normas Contábeis (SNC), responsável pela atuação dos auditores independentes.

958. Por exemplo, no planejamento da análise dos procedimentos relacionados à redução ao valor recuperável de ativos e seu impacto nas demonstrações financeiras das companhias abertas, esse critério foi igualmente adotado, nos seguintes termos:

> *Plano Bienal SBR 2011 - 2012*
>
> *Motivação*
>
> *Risco de que a não adoção dos procedimentos e critérios estabelecidos nas normas específicas resultem na avaliação incorreta dos ativos, com impacto que possa vir a ser considerado relevante para as companhias abertas, notadamente, no que se refere ao reconhecimento e mensuração de ativos intangíveis.*
>
> *Objetivo*
>
> *Identificar a ocorrência de desvios, determinar a adoção das medidas cabíveis de caráter corretivo e, quando for o caso, proceder à apuração de responsabilidades.*
>
> *Etapas e Procedimentos*
>
> *1) Seleção das companhias tendo como critérios de priorização índices relacionados à atuação do auditor independente e seu relacionamento com a companhia, ao histórico de processos administrativos envolvendo a companhia aberta e outros fatores de mercado.*
> *[...]*

959. Esse modelo constou dos demais planos bienais de supervisão baseada em risco (SBR). No exame da evolução da supervisão baseada em risco (SBR) sobre as demonstrações financeiras, constatou-se que a "elaboração e divulgação, pelas companhias, das informações econômico-financeiras em desacordo com a regulamentação vigente (sobretudo considerando as disposições da Lei nº 11.638/07) e com as disposições estatutárias das sociedades" constou dos planos bienais de supervisão baseada em risco da CVM na área relacionada às companhias abertas (empresas).

960. Por exemplo, o plano bienal, relativo ao biênio 2013 - 2014, definiu o evento de risco associado à ação geral de supervisão definida como "acompanhamento das informações periódicas e eventuais divulgadas ao mercado pelas companhias, verificando sua disponibilização oportuna e sua qualidade, de modo a possibilitar a tomada de decisão pelo investidor de forma consciente". O evento de risco correspondente recebeu a seguinte redação:

> *Demonstrações Financeiras*
> *Evento de risco associado à primeira ação geral de supervisão:*
> *Elaboração e divulgação, pelas companhias, das informações econômico-financeiras em desacordo com a regulamentação vigente (sobretudo considerando as disposições da Lei nº 11.638/07) e com as disposições estatutárias das sociedades. (Emissão de relatórios de auditoria que não reflitam desconformidades contábeis presentes nas demonstrações financeiras de companhias abertas e de fundos de investimento, ou que estejam em desacordo com as normas de auditoria.)*
> *[...]*
> *Evento de Risco 3 (Plano bienal 2015 – 2016): número de pareceres ressalvados emitidos pelo auditor independente para companhias de cada grupo desde 01.01.2011.*
> *[...]*
> *Prioridade de supervisão:*

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

Verificar a conformidade das demonstrações financeiras das companhias às normas contábeis expedidas pela CVM e aos padrões internacionais de contabilidade.
Ações específicas
Serão verificadas as demonstrações financeiras de companhias abertas de todos os grupos, quando apresentarem relatórios de auditoria com opinião modificada, cuja base não decorra do cumprimento de normas específicas do setor regulado.
[...]

961. Da forma como foi definido esse evento de risco, a supervisão regulatória geral (SBR) estabeleceu uma relação de dependência entre a supervisão sobre a atuação dos auditores independentes e a supervisão sobre as informações divulgadas pelas companhias abertas, em particular, sobre demonstrações financeiras. Ou seja, a supervisão sobre as empresas, para ser bem executada, depende de a supervisão sobre a atuação dos auditores independentes ter sido igualmente bem executada.

962. Ou seja, para que a SEP atue, por iniciativa própria, preventivamente sobre situações envolvendo possíveis irregularidades nas demonstrações financeiras, faz-se necessário um prévio registro, feito pelo auditor independente da companhia aberta, por ocasião do seu relatório de revisão das demonstrações financeiras. Por via de consequência lógica, se o trabalho de revisão do auditor independente não for feito de forma adequada, então não haverá parecer ressalvado, mesmo quando houver irregularidades nessas demonstrações. Consequentemente, não terá ocorrido o evento de risco do qual a SEP depende para acionar sua supervisão preventiva, baseada em risco.

963. No entanto, a supervisão sobre a atividade dos auditores independentes compete à Superintendência de Normas Contábeis (SNC). Em outras palavras, a competência para supervisionar os trabalhos efetuados pelos auditores independentes das companhias abertas, regulados, resvala sobre a SNC. Esta superintendência tem autonomia relativamente à SEP e, em assim sendo, elege suas prioridades de atuação em separado.

964. No uso de sua autonomia, essa segunda superintendência adotou a seguinte perspectiva de atuação preventiva:

Plano bienal SBR 2011 – 2012
Auditores Independentes
Ações Gerais e Resultados Esperados
Para cumprir os mandatos legais de proteger os investidores contra atos irregulares, garantir o acesso à informação adequada e fiscalizar e punir atos irregulares, a CVM, em sua atividade de acompanhamento e fiscalização de auditores, realiza duas grandes ações gerais, descritas abaixo juntamente com os resultados esperados:
a) Acompanhamento da atuação dos auditores independentes, no âmbito do mercado de valores mobiliários, relativamente (1) à pessoa do auditor – em termos de formação e experiência profissional, educação continuada e independência; (2) aos procedimentos de auditoria aplicados no curso dos trabalhos; e (3) à emissão de pareceres e relatórios de auditoria, de modo que haja qualidade nos serviços de auditoria e aderência às normas técnicas e profissionais do Conselho Federal de Contabilidade (CFC) e às normas da CVM.
b) Supervisão do Programa de Revisão Externa do Controle de Qualidade dos Auditores Independentes, de forma que haja efetividade no sistema de revisão pelos pares e na monitoração desse sistema pelos órgãos profissionais.

965. No que concerne diretamente à questão de assegurar a qualidade das demonstrações financeiras, os riscos identificados pela SNC recaíam sobre a primeira ação geral de supervisão:

Riscos ao alcance dos resultados esperados
O resultado esperado para a primeira ação geral está sujeito aos seguintes eventos de risco:
1. Atuação do auditor sem a necessária independência, capacitação técnica e atualização profissional.
2. Irregularidades ou inépcia cometidas na realização dos trabalhos de auditoria.

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

3. Emissão de parecer e relatório de auditoria que não reflitam o trabalho realizado ou que estejam em desacordo com as normas de auditoria.

966. Há uma sutil, porém importante, diferença de ênfase na supervisão levada a efeito pela SNC. A ênfase recai, em primeiro lugar, sobre aspectos formais da atuação do auditor (capacitação técnica, atualização e independência profissional). Nesse tipo de supervisão, são objeto de exame a frequência a cursos periódicos de atualização, a observância de regras de rodízio e de representatividade de receitas ou de honorários pelos serviços de auditoria, entre outros aspectos. Em segundo lugar, o risco relacionado a eventuais irregularidades cometidas na realização dos trabalhos de auditoria tende a suscitar uma supervisão sobre os meios empregados nesses trabalhos, especialmente, aqueles registrados nos papéis de trabalho dos auditores. Assim, mesmo nessa hipótese de supervisão, o enfoque recai sobre atividades-meio, no sentido de que o foco dar-se-á na questão de se o auditor enfrentou o tema contábil, fazendo adequado registro desse enfrentamento em seus papéis de trabalho. A interpretação dada ao tema pelo auditor queda em terceiro plano.

967. Constata-se, assim, um encadeamento díspar entre as atuações das duas superintendências, relativamente a um problema regulatório fundamental, que concerne à fidedignidade da informação contábil-financeira presente nas demonstrações financeiras das companhias abertas. Com efeito, a confiança do mercado em geral na qualidade das demonstrações financeiras é pré-condição para o desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil.

Determinações de Refazimento das Demonstrações

968. Um dos possíveis resultados sancionatórios da supervisão sobre as demonstrações financeiras consiste na determinação para que a entidade regulada, geralmente, a companhia aberta, refaça e republique suas demonstrações financeiras, anuais ou intermediárias. O indicador de desempenho, nessa hipótese, passa necessariamente pelo número de determinações de refazimento por período.

969. Nesse contexto, pela Deliberação CVM n. 388, de 2/5/2001, o Colegiado da CVM delegou competência à Superintendência de Relações com Empresas para dar divulgação às determinações de refazer e republicar as Demonstrações Financeiras e as Informações Trimestrais das Companhias Abertas. O quadro a seguir foi extraído do Relatório de Gestão SEP 2017:

Resumo das determinações de republicações/refazimentos de demonstrações financeiras

Ano	Nº de companhias
2012	4
2013	3
2014	1
2015	0
2016	3
2017	1

Fonte: Site da CVM

970. Constata-se, da informação coligida pela própria autarquia, que o número total de determinações no período de seis anos (de 2012 a 2017) foi de doze. Trata-se de um número pequeno,

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

haja vista o universo das demonstrações financeiras que foi produzido e publicado pelas companhias abertas no período.

971. Efetivamente, segundo a CVM, o universo de companhias abertas, registradas perante a reguladora, oscilou de 647 a 606 companhias, no período. Tomando-se o número de seiscentas companhias como referência, o universo de demonstrações financeiras anuais teria sido de 4.200, no período de sete anos. Doze eventos sancionadores dessa espécie (determinação de republicação e refazimento) representariam uma afirmação implícita de que 0,29% das demonstrações financeiras produzidas teriam contido informações econômico-financeiras dissonantes da legislação e das normas infralegais aplicáveis, como, por exemplo, os pronunciamentos técnicos do Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC), tornados obrigatórios às companhias abertas por deliberações do colegiado da CVM.

972. Se, adicionalmente, fossem considerados os formulários de informações trimestrais (ITR), esse universo seria ainda maior. Estar-se-ia diante de 16.800 relatórios contábeis, produzidos no período, por força da legislação aplicável.

973. No que concerne às empresas estatais, a atuação da CVM em casos envolvendo as demonstrações financeiras da Petrobras, da Eletrobras e do BNDESPAR (por iniciativa própria – Supervisão Baseada em Risco – e por demanda externa) resultou em dezenove memorandos enviados pela SNC à SEP. Em resumo, foram os seguintes os memorandos enviados pela SNC à SEP:

- *Em 2017: Dois ofícios, tratando ambos da contabilidade de hedge na Petrobras.*
- *Em 2016: Três ofícios, um sobre a contabilidade de hedge na Petrobras (uma página) e dois sobre o tratamento de ágio na incorporação reversa da Telemar Participações pela Oi (uma página).*
- *Em 2015: Nenhum ofício.*
- *Em 2014: Três ofícios, dois sobre a contabilidade de hedge, um sobre a consulta da Telemar Participações S/A relacionada à manutenção da mais-valia em suas demonstrações financeiras apesar da variação (perda) de participação percentual da Companhia por aumento de capital da controlada Oi S.A. ("Oi").*
- *Em 2013: Um único ofício, referente ao Processo CVM RJ-2012-9365. Oi S/A. Consulta. Tratamento contábil de ágio. OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-5/Nº 385/2012. Recurso impetrado pela consulente contra decisão da SEP. MEMO/CVM/SEP/GEA-5/Nº 003/12.*

974. A tabela a seguir elenca os memorandos e respectivos caracteres delineadores (número do processo administrativo, ementa, situação à época da requisição de informações pela auditoria, origem do processo e eventuais observações de esclarecimento sobre o conteúdo da ação supervisória).

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

PETROBRAS		
Processo RJ-2014-6740	**Origem**	Programa de Supervisão Baseada em Risco - SBR
	Situação atual e/ou tipo	Arquivado
	Ementa	Análise da atuação do Auditor Independente (Desvio de performance) em função da aplicação às suas exportações, pela Petrobras, a prática contábil conhecida como *Contabilidade de Hedge* (Comunicado ao mercado de 10/07/2013). Auditor: **PricewaterhouseCoopers Auditores Independentes**
	Observações	
Processo RJ2014-14590 TA 19957.009227/2017-04	**Origem**	Ação espontânea - ações MPU / noticias veiculadas na mídia
	Situação atual e/ou tipo	Termo de Acusação - Em julgamento com Relator Diretor Henrique Machado
	Ementa	Análise da atuação do Auditor Independente (Desvio de performance) após denúncias de supostas irregularidades envolvendo superfaturamentos, lavagem de dinheiro, corrupção e pagamento de propina envolvendo a Petróleo Brasileiro S.A nos anos de 2006 a 2011. Auditor: **KPMG Auditores Independentes**
	Observações	Processo físico RJ2014-14590 (averiguação preliminar) apenso integralmente ao processo eletrônico.
Processo RJ-2014-13943 TA 19957.006304/2018-47	**Origem**	Ação espontânea - ações MPF / noticias veiculadas na mídia
	Situação atual e/ou tipo	Termo de Acusação - Aguardando defesa - Sem Relator designado
	Ementa	Análise da atuação do Auditor Independente (Desvio de performance) após denúncias de supostas irregularidades envolvendo superfaturamentos, lavagem de dinheiro, corrupção e pagamento de propina envolvendo a Petróleo Brasileiro S.A nos anos de 2012 a 2014. Auditor: **PricewaterhouseCoopers Auditores Independentes**
	Observações	Processo físico RJ-2014-13943 (averiguação preliminar) apenso integralmente ao processo eletrônico.

975. No mesmo período, relativamente ao mesmo tema geral, qual seja, supervisão sobre as demonstrações financeiras das empresas estatais selecionadas (Petrobras, Eletrobras, BNDESPAR), a atuação da SEP pode ser resumida pela tabela a seguir:

BNDES PARTICIPAÇÕES S/A - BNDESPAR		
19957.007714/2017-24	*Origem*	*SBR*
	Situação	*Em andamento. Em fase de instrução e análise.*
	Ementa	*DFs acompanhadas de relatório de auditor independente contendo **ressalva** a respeito da **coligada JBS** S.A. (possível **desvio quanto à aplicação do PT CPC 01 - "Redução ao Valor Recuperável de Ativos"**)*
	Observações	
RJ-2009-10865	*Origem*	*Registro*
	Situação	*Arquivado - MEMO/SEP/GEA-1/Nº 031/2010*

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

	Ementa	*Atualização de registro do emissor (pedido de registro de oferta pública de debêntures). Das informações financeiras analisadas, o processo foi encerrado com a recomendação de aperfeiçoamentos com relação à divulgação das informações sobre instrumentos financeiros, nos termos da Instrução CVM nº 475/08.*
	Observações	
RJ-2010-15400	*Origem*	*Registro*
	Situação	*Arquivado - RA/CVM/SEP/GEA-5/Nº 051/2011*
	Ementa	*Atualização de registro do emissor (pedido de registro de oferta pública de debêntures). Das informações financeiras analisadas, remanesceu a questão da ressalva dada para o 1º ITR/2010 (não observada para 30/6/10) em face da* ***limitação de escopo*** *por conta dos saldos contábeis das investidas coligadas (Dem. Fin. base da coligada 31/1/2011 não revisada). Esse assunto gerou o OFÍCIO DE ALERTA/CVM/SEP/GEA-5/Nº 033/2011.*
	Observações	
RJ-2012-1331	*Origem*	*Registro*
	Situação	*Arquivado - RA/CVM/SEP/GEA-5/Nº 035/2012*
	Ementa	*Atualização de registro do emissor (pedido de registro de oferta pública de debêntures). Considerando que o assunto tratado no OFÍCIO DE ALERTA/CVM/SEP/GEA-5/Nº 033/2011, embora tenha se repetido para ITR 30/9/11, observou-se que o mesmo não ocorreu para as DFs anuais completas de 31/12/2011, o registro foi considerado atualizado à época dos fatos.*
	Observações	
RJ-2015-3086	*Origem*	*SBR*
	Situação	*Encerrado - DFs 31/3/2015: relatório de revisão especial emitido sem ressalva*
	Ementa	*Em 31/12/2014, o BNDESPAR dispondo apenas das DF 30/6/2014 da Petrobrás, avaliou que não haveria ainda indícios de perda permanente de sua participação naquela Cia. e registrou desvalorização na participação na conta de ajuste de avaliação patrimonial e não como perda no resultado do exercício, resultando em ressalva do auditor por limitação de escopo. Por ocasião da divulgação das demonstrações financeiras de 31/3/2015, em 12/5/2015, o relatório de revisão especial foi emitido sem ressalva, tendo em vista a superação da limitação de escopo citada após a divulgação pela Petrobrás de suas demonstrações financeiras de 2014 auditadas.*
	Observações	

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

CENTRAIS ELETRICAS BRASILEIRAS SA - ELETROBRAS		
19957.002539/2016-06	*Origem*	*Supervisão Baseada em Risco - SBR*
	Situação	*Arquivado, até a conclusão da análise do Tribunal de Contas da União. RA/CVM/SEP/GEA-5/Nº 80/2017*
	Ementa	*Andrade Gutierrez Conc.: Ressalvas acerca dos impactos da Operação Lava Jato nas Demonstrações Financeiras da Companhia.*
	Observações	*Processo arquivado até a conclusão das investigações feitas no TCU.*
19957.002540/2016-22	*Origem*	*Supervisão Baseada em Risco - SBR*
	Situação	*Arquivado, até a conclusão da análise do Tribunal de Contas da União. RA/CVM/SEP/GEA-5/Nº 75/2017*
	Ementa	*Andrade Gutierrez Part.: Ressalvas acerca dos impactos da Operação Lava Jato nas Demonstrações Financeiras da Companhia.*
	Observações	*Processo arquivado até a conclusão das investigações feitas no TCU.*
19957.002542/2016-11	*Origem*	*Supervisão Baseada em Risco - SBR*
	Situação	*Arquivado, até a conclusão da análise do Tribunal de Contas da União. RA/CVM/SEP/GEA-5/Nº 74/2017*
	Ementa	*CEMIG GERAÇÃO E TRANSMISSÃO S/A Ressalvas acerca dos impactos da Operação Lava Jato nas Demonstrações Financeiras da Companhia.*
	Observações	*Processo arquivado até a conclusão das investigações feitas no TCU.*
RJ-2012-10467	*Origem*	*Registro*
	Situação	*Encerrado - RA/CVM/SEP/GEA-5/N.º 135/2012 e Despacho 30/4/2013*
	Ementa	*Relatório solicita manifestação da Companhia sobre algumas questões das DFs: análise de sensibilidade de instrumentos financeiros, divulgações previstas no ICPC01, divulgação sobre testes de impairment e DMPL. Encerrado em função do cancelamento do processo de registro de oferta e da superação dos assuntos que levaram à emissão de relatório de auditoria com abstenção de conclusão em 30/9/2012.*
	Observações	
RJ-2013-5951	*Origem*	*Supervisão Baseada em Risco*
	Situação	*Encerrado - Despacho GEA-5 de 2/6/2014*
	Ementa	*Ressalva decorrente dos auditores não obterem evidência de auditoria apropriada em relação ao saldo dos investimentos na CEMAT, EMAE, Lajeado Energia S.A. e Norte Brasil*

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

		Transmissora de Energia S.A. em 31/3/2013. A Companhia divulgou a DF/2013 acompanhada de relatório de auditoria sem modificação de opinião.
	Observações	
19957.010621/2017-87	*Origem*	*Reclamação de Investidor-Público em Geral*
	Situação	*Processo em andamento na SOI. RA/CVM/SEP/GEA-5/Nº 77/2017*
	Ementa	*Reclamação da FENATEMA acerca de eventuais irregularidades relacionadas às DFs de 2015.*
	Observações	
RJ-2014-8636	*Origem*	*Reclamação de Membro do Conselho Fiscal*
	Situação	*Arquivado. RA/CVM/SEP/GEA-5/Nº 126/2014*
	Ementa	*Reclamação protocolizada por membro do conselho fiscal da Eletrobrás, acerca das DFs de 2013 e dos critérios fixados para a indenização pelo poder concedente.*
	Observações	*Após a administração da Companhia ter encaminhado os esclarecimentos, o processo foi arquivado.*
RJ-2015-5450 e e 19957.002714/2016-57	*Origem*	*Supervisão Baseada em Risco - SBR*
	Situação	*Arquivado, até a conclusão da análise do Tribunal de Contas da União. RA/CVM/SEP/GEA-5/Nº 147/2017*
	Ementa	*Ressalvas acerca dos impactos da Operação Lava Jato nas Demonstrações Financeiras da Companhia.*
	Observações	*Processo arquivado até a conclusão das investigações feitas no TCU.*
RJ-2008-11431	*Origem*	*Outros: Análise ITR*
	Situação	*Encerrado - DESPACHO/SEP/GEA-1/nº 501/2008*
	Ementa	*Processo aberto para análise do 3º ITR/08 no tocante à divulgação das informações sobre utilização de instrumentos financeiros derivativos. Após ouvida a SNC, concluiu-se pela ausência de irregularidade sobre esse tema.*
	Observações	
RJ-2008-12347	*Origem*	*Outros: Análise DF/DFP*
	Situação	*Encerrado - DESPACHO/SEP/GEA-1/nº 054/2009*
	Ementa	*Processo aberto em função de baixa das obrigações, referente ao Plano de Benefício Definido, reconhecidas por Furnas Centrais Elétricas S.A (controlada da Eletrobrás) nas Demonstrações Financeiras do exercício findo em 31/12/2007. O referido processo teve seu andamento dado por meio do Processo CVM Nº RJ/2008/12350 de Irregularidade Detectada e analisado através do RA nº 09/09. Após ouvida a*

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

		SNC, e sua posição de que o desvio detectado não alterou a apuração dos resultados e patrimônio líquido do exercício encerrado em 31/12/2007, o processo foi arquivado.
	Observações	
RJ-2011-12993	*Origem*	*Supervisão Baseada em Risco - SBR*
	Situação	*Arquivado. RA/CVM/SEP/GEA-5/Nº 132/2011*
	Ementa	*Processo aberto no âmbito do SBR para verificação de utilização de operações com instrumentos derivativos (verificação das informações evidenciadas x informações fornecidas pela CETIP). Arquivado, em razão de não haver sido identificada irregularidade relevante nas informações objeto da análise, exceto quanto à repetição da expressão "não revisada" em relação às informações da análise de sensibilidade constante das notas explicativas do Formulário ITR de 30/9/2011. Expedido o OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-5/nº 312/11 de recomendação para que esse ponto não voltasse a ocorrer.*
	Observações	
19957.003799/2016-91	*Origem*	*Supervisão Baseada em Risco - SBR*
	Situação	*Arquivado, até a conclusão da análise do Tribunal de Contas da União. RA/CVM/SEP/GEA-5/Nº 73/2017*
	Ementa	*CEMIG - Ressalvas acerca dos impactos da Operação Lava Jato nas Demonstrações Financeiras da Companhia.*
	Observações	*Processo arquivado até a conclusão das investigações feitas no TCU.*
19957.002545/2016-55	*Origem*	*Supervisão Baseada em Risco - SBR*
	Situação	*Arquivado, até a conclusão da análise do Tribunal de Contas da União. RA/CVM/SEP/GEA-5/Nº 92/2018*
	Ementa	*CHESF - Ressalvas acerca dos impactos da Operação Lava Jato nas Demonstrações Financeiras da Companhia.*
	Observações	*Processo arquivado até a conclusão das investigações feitas no TCU.*
19957.009570/2016-60	*Origem*	*Reclamação de Investidor-Público em Geral*
	Situação	*Arquivado na SOI. RA/CVM/SEP/GEA-5/Nº 16/2018*
	Ementa	*Reclamação formulada pelo Consórcio Xingó, acerca das informações apresentadas nos ITRs de 30/9/16 e 30/9/17, relacionada com os desdobramentos do Processo Nº RESP 726446/PE, mais precisamente quanto (i) aos valores que a administração da CHESF deveria destinar para a provisão para contingências; e (ii) a divulgação de informações ao mercado de todo o processo que envolve a batalha judicial.*

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

	Observações	*Considerando que (i) a administração da CHESF constituiu provisão para contingências reconhecendo 85% do valor pleiteado pelos reclamantes; (ii) há indicativo de que os administradores da CHESF revisam periodicamente o valor da aludida provisão; e (iii) há indícios de que os valores apresentados pela reclamante seriam passíveis de reforma no âmbito do Poder Judiciário, entendemos que não haveria, a princípio, questionamentos adicionais a serem feitos a respeito da constituição e manutenção da provisão para contingências. Da mesma forma, com base nos fatos apresentados nos autos do presente processo, não podemos afirmar que o usuário da informação teve algum prejuízo com o teor das informações divulgadas pela Cia nas notas explicativas das DFs de 2015 e 2016 e no Formulário de Referência de 2017.*
RJ-2012-14112	*Origem*	*MP 579/12*
	Situação	*Encerrado - RA/CVM/SEP/GEA-5/Nº 088/2013*
	Ementa	*Diversas Companhias: Apresenta ressalvas pertinentes às companhias do setor. Para a Eletropar, houve ressalva em função das coligadas CTEEP e EMAE serem concessionárias alcançadas pela MP. Para Eletrobras, a ressalva existente tem outra origem (investimentos em CEEE-GT e CEEE-D). Para Eletropar, a continuidade da análise foi realizada no processo RJ-2013-4043 e para Eletrobras no processo RJ-2012-10467*
	Observações	
19957.010933/2017-91	*Origem*	*Supervisão Baseada em Risco - SBR*
	Situação	*Arquivado. Relatório nº 32/2018-CVM/SEP/GEA-5*
	Ementa	*Considerando que a administração da Eletropar (i) passou a reconhecer os efeitos da transação entre a Eletronet e as empresas do Grupo Eletrobrás de acordo com sua melhor estimativa; e que, (ii) protocolizou as DFs de 2017 com relatório dos auditores independentes emitido sem ressalva, foi proposto o arquivamento.*
	Observações	
19957.005893/2016-84	*Origem*	*Supervisão Baseada em Risco - SBR*
	Situação	*Arquivado. RA nº 093/2016/CVM/SEP/GEA-5. Ofício de Alerta nº 012/2016/CVM/SEP/GEA-5*
	Ementa	*ELETROBRÁS PARTICIPAÇÕES S.A. - ELETROPAR - Os relatórios de revisão especial do 2º e 3º ITR/16 apresentam ressalvas relativas: (i) à mensuração e ao reconhecimento dos valores relacionados à Rede Básica do Sistema Existente (RBSE) na CTEEP e (ii) à limitação de acesso às informações financeiras da Eletronet.*

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

	Observações	*Os valores relacionados ao RBSE na CTEEP foram mensurados e reconhecidos, e as informações financeiras já estariam em condições de serem auditadas quando da elaboração das DFs de 2016. Processo arquivado com o envio de ofício de alerta.*
RJ-2013-4043	*Origem*	*Supervisão Baseada em Risco*
	Situação	*Encerrado após envio do OFÍCIO DE ALERTA/CVM/SEP/GEA-5/Nº 023/2013*
	Ementa	*Avaliação da sua participação na EMAE pelo Método da Equivalência Patrimonial – MEP, requerido pelo Pronunciamento Técnico CPC 18 (R2)*
	Observações	
19957.002553/2016-00	*Origem*	*Supervisão Baseada em Risco - SBR*
	Situação	*Arquivado, até a conclusão da análise do Tribunal de Contas da União. RA/CVM/SEP/GEA-5/Nº 79/2017*
	Ementa	*LIGHT S.A. - Ressalvas acerca dos impactos da Operação Lava Jato nas Demonstrações Financeiras da Companhia.*
	Observações	*Processo arquivado até a conclusão das investigações feitas no TCU.*
19957.002554/2016-46	*Origem*	*Supervisão Baseada em Risco - SBR*
	Situação	*Arquivado, até a conclusão da análise do Tribunal de Contas da União. RA/CVM/SEP/GEA-5/Nº 87/2017*
	Ementa	*NEOENERGIA S.A. - Ressalvas acerca dos impactos da Operação Lava Jato nas Demonstrações Financeiras da Companhia.*
	Observações	*Processo arquivado até a conclusão das investigações feitas no TCU.*
RJ-2015-5498	*Origem*	*Supervisão Baseada em Risco - SBR*
	Situação	*Arquivado. RA nº 063/2015/CVM/SEP/GEA-5. Ofício de Alerta nº 018/2015/CVM/SEP/GEA-5*
	Ementa	*TERMELÉTRICA PERNAMBUCO III S.A. - Nas DFs de 2014, os auditores independentes da Companhia emitiram parecer com ressalva por limitação de escopo, por não terem tido condições de opinarem sobre o saldo de adiantamento para fornecedores, no montante de R$ 16.736 mil, registrados no ativo imobilizado.*
	Observações	*Considerando que a administração proporcionou ao auditor os elementos necessários para a realização de seu trabalho, foi enviado ofício de alerta.*

Fonte: CVM.

Subsídios trazidos pelo TC 010.193-2015-4

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

976. O Ministro Raimundo Carreiro, relator deste processo, determinou, nos autos do TC 010.193/2015-4, por meio de despacho, datado de 4/2/2020, o seguinte compartilhamento de análises técnicas, feitas pela SeinfraPetróleo:

> *22.3. Encaminhar cópia das instruções dos autos (peças 335 e 356) à SecexEstataisRJ para que avalie, no âmbito da auditoria em curso na Comissão de Valores Mobiliários (TC 027.307/2018-2), se as análises empreendidas podem servir como subsídio para a auditoria integrada com o objetivo de "verificar a conformidade e os riscos existentes na atuação da CVM na regulação e fiscalização do mercado de capitais".*

977. Aqueles autos tratam de auditoria de natureza financeira sobre as demonstrações financeiras da companhia aberta Petróleo Brasileiro S.A. relativas ao terceiro trimestre e ao quarto trimestre (demonstrações financeiras anuais) de 2014. Dentre os temas ali discutidos, encontravam-se, incialmente, entre outros, a contabilidade de hedge adotada pela Companhia e os testes de impairment efetuados pela Companhia sobre seus ativos de refino em construção (COMPERJ e RNEST).

978. Com efeito, na primeira versão do relatório de auditoria, submetida aos comentários dos gestores da Petrobras em janeiro de 2015, constaram, entre outros, os seguintes achados de auditoria, posteriormente superados pelas análises subsequentes:

978.1. III.1. Intempestividade no reconhecimento das perdas por redução ao valor recuperável dos ativos;

978.2. III.3. Impropriedades na mensuração das perdas por redução ao valor recuperável de ativos em 2014;

978.3. III.4. Alteração no conjunto de ativos que compõem a Unidade Geradora de Caixa – UGC do Abastecimento na data-base de 31/12/2014;

978.4. III.12. O teste de impairment da Companhia RNEST S.A., relativo ao ano de 2012, não foi realizado;

978.5. III.46. Utilização de dívidas onerosas de longo prazo expostas à variação cambial como instrumento de hedge de fluxo de caixa para exportações de petróleo previstas para os próximos sete a dez anos.

979. Após diversas etapas de saneamento dos autos e depois de várias instruções sobre o TC 010.193/2015-4, a unidade técnica responsável pela continuidade do processo consignou o seguinte achado de auditoria, que foi acompanhado das justificativas apresentadas pela CVM:

> *Atuação intempestiva no cumprimento de suas atribuições de fiscalizar e inspecionar companhias abertas e a veiculação de informações relativas ao mercado, conforme determinado pelo art. 8º, III, e V, da Lei 6.385/76, tendo em vista que, apesar de os indicadores calculados a partir das demonstrações financeiras da Petrobras demonstrarem acentuada deterioração da eficiência do seu ativo a partir de 2010, somente em julho de 2013, instaurou processo administrativo para apurar irregularidades nas demonstrações financeiras da Petrobras.*
>
> *17. Por meio do ofício 24/2019/GJU-4/PFE-CVM/PGF/AGU (peça 350), a CVM informou que a área responsável pelo exercício das atividades de supervisão de divulgação de informações por parte das companhias abertas sujeitas ao poder de polícia da CVM é a Superintendência de Relações com Empresas (SEP).*
>
> *18. A SEP atua preponderantemente de ofício e/ou em decorrência de reclamações ou denúncias por parte de administradores, conselheiros fiscais, acionistas ou do público em geral.*
>
> *19. A CVM esclareceu que as informações divulgadas pelas companhias abertas, as quais a SEP tem obrigação de supervisionar, são de natureza pública, tais como as demonstrações financeiras anuais e trimestrais, estatuto social, fatos relevantes e formulários de referências, entre outros. A*

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

base normativa e legal dessa incumbência está prevista nas leis 6.404/76 e 6.385/76 e na regulamentação expedida pela autarquia.

20. Segundo a CVM, esse aspecto de divulgação pública das principais informações reportadas pelas companhias abertas propicia que os investidores e o público em geral também possam exercer o seu juízo de valor a respeito dessas informações, fazendo chegar à CVM demandas e questionamentos que são fundamentais para a atuação da SEP.

21. Além dessas atividades, a SEP, continua a CVM, é demandada para responder consultas de companhias abertas, bem como tem a atribuição de analisar as informações reportadas por emissores nos casos de pedido de registro inicial de companhia aberta, concomitante com oferta pública de valores mobiliários (IPO) ou não (pedido de registro inicial sem oferta pública), e nos pedidos de oferta pública subsequente de valores mobiliários (follow on).

22. Especificamente sobre a atuação de ofício da SEP, a CVM informa que se baseia em plano bienal de supervisão baseado em risco (SBR), que é autorizado pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), por meio da Resolução 3.427/06, e disciplinado pela Deliberação CVM 757/16. Entretanto, à época dos fatos tratados nestes autos, o normativo vigente era a Deliberação CVM 521/07.

23. O SBR, esclarece a CVM, tem por objetivo permitir a identificação, o dimensionamento, a mitigação, o controle e o monitoramento dos riscos que possam afetar a implementação dos mandatos legais da autarquia.

24. As ações de supervisão estabelecidas pelo SBR sofrem escrutínio por parte do Comitê de Gestão de Riscos (CGR), são aprovadas pelo Colegiado da CVM e informadas ao Conselho Monetário Nacional.

25. O plano bienal do SBR é monitorado por meio de relatórios semestrais, com suas versões públicas disponibilizadas pela no sítio eletrônico da CVM, que contempla a revisão das premissas do anterior e sua atualização, bem como a eventual inclusão de novas ações de supervisão originadas de situações e temas que justifiquem priorização por parte da CVM.

26. A autarquia informa ainda que a atuação da SEP, fora do escopo do SBR, decorre de situações em que um tema relevante possa motivar a instauração de um processo administrativo não sancionador para averiguação do evento e/ou da conduta do participante do mercado, que pode redundar num processo administrativo sancionador, caso em que a atuação sai da esfera da supervisão e entra na da sancionadora.

27. A CVM explica que a sua atuação supervisora se insere no âmbito de regulação do mercado de capitais e preponderantemente de condutas, o que a difere da supervisão de caráter prudencial que estabelece requisitos como capital mínimo para as instituições financeiras, por exemplo.

28. Para finalizar a explanação sobre o funcionamento geral da supervisão exercida pela SEP, a autarquia salienta que não conta, nem deve contar, à luz do seu mandato legal, com especialistas para os diversos setores de atividades das centenas de empresas de capital aberto e conclui que sua incumbência é a de zelar para que as informações relevantes (inclusive no plano contábil), dentre elas as demonstrações contábeis das companhias abertas, sejam elaboradas e divulgadas de acordo com os parâmetros legais e normativos em vigor e de forma tempestiva, para que essas informações, que são de responsabilidade dos próprios administradores das companhias abertas, sejam úteis aos investidores, agentes de mercado, entidades governamentais e o público em geral.

29. Essa atuação, segundo a CVM, baseia-se no princípio do full and fair disclosure.

30. Sobre a atuação específica da SEP para supervisionar as informações prestadas pela Petrobras, a CVM informa que a referência feita no ofício de diligência sobre a instauração de processo administrativo em 2013 para apurar irregularidades nas demonstrações financeiras da companhia é imprecisa, tendo em vista que aquele processo tratou de hedge accounting, e não de impairment. Afirma, ainda, que o processo administrativo de 2013 gerou ação contundente por parte da SEP, que depois foi desconstituída por decisão do Colegiado da autarquia.

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

31. Na sequência, a CVM informou os processos administrativos não sancionadores que tramitaram pela SEP e que envolveram a Petrobras no período de 2010 a 2013.

a) RJ-2010-7127: reclamação acerca da não constituição de provisão que seria oriunda de ação popular (consórcio Paulipetro). Instaurado pela Superintendência de Proteção e Orientação aos Investidores (SOI), em 3/5/2010. Com base nas informações e documentos coligidos nos autos, concluiu-se que, naquela oportunidade, não haveria elementos que pudessem indicar que o provisionamento no valor reclamado era devido. Processo analisado na SEP, com base no Relatório de Análise/CVM/SEP/GEA-5/N2 060/2012, de 30/4/2012, e posteriormente devolvido a SOI. Não houve recurso da parte do reclamante, após tomar conhecimento da análise da área técnica;

b) RJ-2010-9263: Análise de ITR - Informações Trimestrais: Instaurado pela Superintendência de Relações com Empresas (SEP), em 4/9/2010, tendo em vista o protocolo, em 3/9/2010, do pedido de registro de distribuição pública primária de ações de emissão da companhia (demanda por conta do evento de capitalização da Companhia ocorrido em 2010). O processo foi concluído na SEP por meio do Relatório de Análise/CVM/SEP/GEA-5/N° 037/2011, de 12/5/2011. Restou remanescente a recomendação de aprimoramento da nota explicativa a respeito dos objetivos e estratégias da utilização dos instrumentos financeiros derivativos, realizada por meio de fundos exclusivos, em atenção ao disposto no item 79-b do OCPC03 (norma vigente à época);

c) RJ-2012-2151: Análise de Informações Eventuais de Companhia - análise da divulgação da existência de erro de reporte na Demonstração de Valor Adicionado ("DVA") e nas Notas Explicativas ("NE") das Demonstrações Financeiras Anuais Completas ("DFs") referentes ao exercício social de 2011. Instaurado pela Superintendência de Relações com Empresas (SEP), em 24/2/2012. O processo foi concluído na SEP por meio do Relatório de Análise/CVM/SEP/GEA-3/Nº 57/12, de 27/7/2012. Concluiu-se que as informações não impactaram os valores mobiliários da Companhia e que não haveria elementos suficientes que motivassem a adoção de diligências adicionais; e

d) RJ-2012-4428: Análise da DF/DFP - Demonstrações Financeiras: processo destinou-se à análise das Demonstrações Financeiras, data-base 31/12/2011, da Petróleo Brasileiro S.A. - Petrobras, no sentido de atender o objetivo da Supervisão Temática 2, inserida no Plano Bienal 2011-2012 da Supervisão Baseada em Risco (SBR), com o escopo restrito à análise de divulgação de informações relacionadas a operações com instrumentos financeiros derivativos nas demonstrações financeiras das companhias. Instaurado pela Superintendência de Relações com Empresas (SEP), em 20/4/2012. O processo foi concluído na SEP por meio do Relatório de Análise/CVM/SEP/GEA-5/N° 106/12, de 27/7/2012, com recomendações para aperfeiçoamento à evidenciação da exposição cambial e dos riscos correspondentes nas demonstrações financeiras (materializada por meio do OFÍCIO/CVM/SEP/GEA-5/N°216/2012, de 27/07/2012, enviado à administração da Companhia).

32. A CVM frisou que nenhum dos processos resultou na determinação de refazimento, reapresentação e republicação das demonstrações financeiras da Petrobras, nem instauração de processo administrativo sancionador em face de irregularidades.

33. Assim, segundo a autarquia, restou claro que outros processos administrativos foram instaurados e tiveram por objeto a análise de informações contábeis da Petrobras, no período de 2010 a 2013, além daqueles referidos no ofício além daqueles reportados no Ofício nº 15/2018/GJU-4/PFE-CVM/PGF/AGU, de 24/5/2018, em atenção ao Ofício 050/2018-TCU/SecexEstataisRJ, de 10/05/2018.

34. A CVM afirma que as informações sobre os processos administrativos não sancionadores acima apresentados elucidam o questionamento contido no item "c" do Ofício 132/2019-TCU/SeinfraPetróleo (peça 341), de 17/4/2019, sobre o andamento de eventuais processos administrativos destinados a apurar eventuais irregularidades na atuação dos auditores independentes da Petrobras no período de 2010 a 2014, encaminhando eventuais decisões, pareceres ou análises já empreendidas pelas áreas técnicas da CVM ou pelo Colegiado.

35. Dessa forma, a CVM esclarece, na sua opinião, o que pode ter sido um entendimento incompleto da atuação da autarquia que, além de já ter anteriormente informado os processos acima, também

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

apresentou uma reclamação que tratava do tema recuperabilidade de ativos (tema central do processo administrativo sancionador termo de acusação SP-2017-0294 / SEI nº 19957.005789/2017-71), que indicavam ou poderiam indicar a existência de irregularidades nas demonstrações financeiras da Petrobras.

36. A autarquia, na sequência, cita processos administrativos de 2015 e 2017 (PAS CVM n° 19957.005789/2017-71 - SP2017/0294 - e processos administrativos CVM nº RJ-2015-1020 e RJ-2015-3346), de 2013 e 2016 (Processos administrativos CVM n°s RJ-2013-7516 e RJ-2016-3626). Deve-se frisar, conforme a própria CVM já informou, que o processo de 2013 tratava especificamente do chamado hedge accounting, assunto diverso do tratado nestes autos – recuperabilidade de ativos (impairment).

37. A seguir, a CVM reporta uma série de processos datados de 2016 em diante que já tratavam especificamente do teste de impairment (peça 350, p. 6) e descreve sua atuação na execução dos planos bienais SBR de 2009/2010, 2011/2012 e 2013/2014 – Supervisão das informações contábeis das companhias abertas.

38. Ressalta que ação de supervisão presente nos planos prioriza o acompanhamento das demonstrações financeiras que tenham sido objeto de relatório de auditoria independente (emitido para as demonstrações financeiras anuais completas) ou de revisão especial (para as demonstrações financeiras intermediárias trimestrais) com opinião ou conclusão modificadas (inclusão de ressalva, abstenção de opinião ou conclusão e opinião ou conclusão adversa, nos termos previstos nas normas profissionais de auditoria independente).

39. A partir desse parâmetro de atuação, a CVM apresentou uma lista de 16 dezesseis relatórios de auditoria e de revisão especial para comprovar que os auditores independentes não modificaram suas opiniões/conclusões no período de 2010 a 2014 (peça 350, p. 7-8).

40. Argumenta, ainda, que o trabalho dos auditores independentes "constitui suporte indispensável ao bom desempenho das atribuições cometidas à Comissão de Valores Mobiliários" (peça 350, p. 8). Assim, segundo a CVM, a emissão de relatórios de auditoria ou revisão especial modificados é uma red flag fundamental para a atuação de supervisão das demonstrações financeiras das companhias abertas.

41. Assim, considerando esse primeiro e importante critério, não haveria indícios de irregularidades relevantes de 2010 a 2013, segundo a CVM.

42. A autarquia explicou que, em 2010, 2011 e 2012, as demonstrações financeiras da Petrobras não foram selecionadas para análise, esclarecendo que a SEP trabalha com classificação em oito grupos de risco para as companhias abertas, com base nos seguintes critérios: participação das ações em índices de liquidez, valor do patrimônio líquido, número de acionistas e tipo de categoria de registro.

43. No que concerne à probabilidade de materialização dos riscos, o principal critério é o número médio de pareceres ressalvados emitidos pelo auditor independente para companhias do grupo desde 1º/1/2008.

44. Para o período de 2011/2012, a SEP definiu que seriam analisadas nove demonstrações financeiras de companhias do grupo 5 (companhias de médio risco; ação de média intensidade) e de oito companhias do grupo 3 (companhias de maior risco, ação de média intensidade), selecionadas por meio de critérios envolvendo a atuação do auditor independente e seu relacionamento com a companhia, e o histórico de processos administrativos da companhia aberta e outros fatores de mercado.

980. À vista dessas justificativas, em especial, das contidas nos parágrafos 38 a 43 supracitados, constata-se que os subsídios trazidos pela instrução do TC 010.193/2015-4 corroboram a percepção de que a supervisão da SNC sobre os trabalhos de revisão dos auditores independentes das companhias abertas não produziu suficiente número de insumos para o procedimento de supervisão da SEP.

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

981. Ademais, durante os exames de auditoria, a equipe constatou que a CVM atuou sobre os temas dos testes de impairment e da contabilidade de hedge da Petrobras.

982. A respeito do primeiro tema, em síntese, a SEP, após várias etapas de análise, considerou ter havido irregularidade no modo com que a Petrobras implementou sua estratégia de hedge accounting, uma vez que, entre outras razões, a companhia era importadora líquida de petróleo, à época. Esse entendimento foi debatido com a SNC que, em suas primeiras análises, considerou legítima a estratégia da empresa, mesmo reconhecendo tratar-se de uma espécie de "gerenciamento de resultado". Somente em etapa instrutória posterior, após nova provocação da SEP, a SNC acabou por ver irregularidades na adoção da contabilidade de hedge pela Petrobras.

983. Como consequência do entendimento técnico acerca do caso concreto, a SEP determinou à Petrobras que refizesse e republicasse suas demonstrações financeiras, retroativamente ao momento da adoção da política contábil de hedge accounting. A Companhia interpôs recurso ao colegiado da CVM, que deu provimento ao recurso, revertendo a determinação constante do ofício de refazimento expedido pela SEP. No plano da análise das responsabilidades do auditor independente, à época da adoção da política de contabilidade de hedge, a SNC arquivou o processo, com base no despacho abaixo:

> *Processo CVM SEI 19957.002149-2017-17*
> *Tendo em vista a documentação apresentada pelo auditor referente ao exame da documentação de hedge accounting preparada pela Petróleo Brasileiro S.A ("Petrobras" ou Companhia) e, ainda, a decisão do Colegiado desta Autarquia de dar provimento ao recurso interposto pela Companhia, revertendo a determinação constante do Ofício de Refazimento emitido pela SEP, e considerando que não houve, pelo Colegiado, alteração desse entendimento, após recursos interpostos pelo Sr. Mauro Cunha,* ***recomendo o arquivamento do presente processo*** *[sic], assim como determinado pela SEP em relação aos processos RJ-2016-3626 e RJ-2013-7516, que concluíram sobre a adoção da política do hedge accounting pela Petrobras, desde o segundo trimestre de 2013.*

984. A respeito do primeiro tema, a SEP instaurou, por iniciativa própria, em 23/4/2015, o processo administrativo CVM RJ-2015-3346, que tratava das demonstrações financeiras da Petrobras relativas ao exercício findo em 31/12/2014. Segundo a SEP, o foco das análises recaiu sobre os testes de redução ao valor recuperável dos ativos de refino da Petrobras, que estavam concentrados na sua área de abastecimento:

> *Termo de Acusação do Processo CVM PAS SP-2017-294*
> *Dos Fatos*
> *9. No âmbito do referido Processo CVM nº RJ-2015-3346, partindo-se das informações constantes das citadas demonstrações financeiras anuais completas, data-base 31.12.2014, o foco das análises assentou-se nos testes de recuperabilidade (impairment) relativos aos ativos das áreas de negócio de Abastecimento e Exploração e Produção[2].*
> *10. Em vista dos desdobramentos das análises referentes aos ativos da área de Abastecimento, houve a necessidade de verificação do conjunto de informações pertinentes aos testes de impairment dessa área de negócio para os períodos relativos aos exercícios sociais encerrados em 31/12/2010, 31/12/2011, 31/12/2012 e 31/12/2013.*

985. Esse processo administrativo originou o processo administrativo sancionador (PAS) CVM SP-2017-294 (correspondente ao número 19957.005789/2017-71) em cujos autos o superintendente da Superintendência de Relações com Empresas apresentou ao presidente da CVM termo de acusação, com o seguinte prefácio:

> *O Superintendente de Relações com Empresas vem, de posse de elementos suficientes de autoria e materialidade, apurados no âmbito do Processo Administrativo Sancionador*
> *CVM nº 19957.005789/2017-71, apresentar TERMO DE ACUSAÇÃO, em face de membros da Diretoria Executiva, do Conselho de Administração e do Conselho Fiscal da PETRÓLEO BRASILEIRO S.A. - PETROBRAS, doravante "Petrobras" ou "Companhia", com base no que dispõe o artigo 8º da Deliberação CVM nº 538/08, por conta de infrações ao conjunto de normas contábeis aplicáveis e à legislação societária vigente, relacionadas a irregularidades e*

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

inconsistências na elaboração dos testes de recuperabilidade ("impairment") efetuados, ou não, para a área de negócio de Abastecimento ("UGC Abastecimento", com enfoque na subárea "UGC Refino"), notadamente para os ativos Refinaria Abreu e Lima ("RNEST" ou "RNE") e Complexo Petroquímico do Rio de Janeiro ("Comperj"), com vistas às demonstrações financeiras anuais completas datas-base 31/12/2010, 31/12/2011, 31/12/2012, 31/12/2013 e 31/12/ 2014.

986. A SEP instaurou também, por iniciativa própria, o processo administrativo CVM RJ-2015-1020, relativo à análise de informações eventuais de companhias. De acordo com a SEP, o processo foi aberto após a divulgação de fato relevante pela Petrobras, que admitia, implicitamente, a irregularidade de ter publicado demonstrações financeiras intermediárias sem a revisão dos auditores independentes:

3. O Processo CVM nº RJ-2015-1020 foi aberto em 2/2/2015, após a companhia ter divulgado Fato Relevante, datado de 27/1/2015, intitulado "Resultado do Terceiro Trimestre 2014 Não Revisado Pelos Auditores Independentes", em período em que se encontrava inadimplente quanto à apresentação regular do Formulário 3º ITR/2014, cujo prazo final para divulgação havia se encerrado em 14/11/2014.
4. No referido Fato Relevante, que teve por objetivo "atender obrigações da Companhia (covenants) em contratos de dívida e facultar o acesso às informações aos seus públicos de interesse", em face do conjunto de informações reportadas[1], a administração da Companhia, notadamente, informou que:
[...]
5. Portanto, as informações acima não atendiam aos requisitos legais e normativos para serem consideradas como demonstrações financeiras intermediárias, base de preenchimento do Formulário ITR data-base 30/9/2014, pois não foram revisadas pelos auditores independentes da Companhia.
6. Posteriormente, em 22/4/2015, a administração da Companhia, enfim, concluiu os trabalhos e procedeu ao arquivamento das suas demonstrações financeiras intermediárias data-base 30/9/2014 (Formulário 3º ITR/2014), revisadas por seus auditores independentes, bem como as demonstrações financeiras anuais completas data-base 31/12/2014, base de preenchimento do Formulário DFP de mesma data-base, auditadas por seus auditores independentes.

987. A conclusão da Superintendência de Relações com Empresas, consubstanciada no oferecimento de termo de acusação, foi no sentido de considerar que houve irregularidades no reconhecimento, na mensuração e na divulgação dos testes de redução ao valor recuperável dos ativos de Abastecimento em construção. A seguir, transcreve-se a seção relativa à conclusão do referido termo:

IV - CONCLUSÃO
482. Como já referido, as análises efetuadas tiveram por objeto o exame dos procedimentos adotados pela administração da Companhia para a elaboração dos testes de impairment dos seus ativos imobilizados. No curso das averiguações notou-se que havia indícios de irregularidades no tocante aos testes de recuperabilidade dos ativos imobilizados alocados na área de negócios de abastecimento (refinarias), notadamente para os empreendimentos RNEST e Comperj, com vistas às demonstrações financeiras anuais completas datas-base 31/12/2010, 31/12/2011, 31/12/2012, 31/12/2013 e 31/12/2014.
483. Portanto, os processos que originaram o presente Termo não tiveram por escopo a análise dos atos de gestão e deveres fiduciários de administradores concernentes às tomadas de decisão de investimento e sucessivas etapas para implantação dos empreendimentos RNEST e Comperj. Cumpre informar que essas averiguações estão sendo realizadas pela Superintendência de Processos Sancionadores (SPS), no âmbito dos Inquéritos Administrativos nºs 05/16 (RNEST) e 06/2016 (Comperj).
484. Também como dito ao longo deste Termo, as irregularidades identificadas referem-se a "quando fazer" e "como fazer" o teste de redução ao valor recuperável (impairment) de ativos imobilizados, à luz dos requerimentos previstos no PT CPC 01 (R1), aprovada pela Deliberação CVM nº 639/10, e tendo por finalidade expor a fiel e verdadeira realidade econômica desses ativos imobilizados.

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

> *485. Ao ter adotado procedimentos inadequados para a elaboração, ou não, desses testes de recuperabilidade de ativos, que tiveram por consequência (i) o não reconhecimento de impairment dos ativos da área de abastecimento, em especial RNEST e Comperj (2010, 2011, 2012 e 2013), ou (ii) ter sido elaborado teste individual e reconhecido impairment apenas para o 2º trem de refino de RNEST, em vez do teste individual para o empreendimento em sua totalidade (1º e 2º trens de refino em conjunto), que poderia indicar montante maior de impairment a ser reconhecido, a administração divulgou informações econômico-financeiras com o potencial de induzir o investidor (e demais terceiros interessados) a erro de julgamento.*

988. No bojo do supracitado termo de acusação, a SEP alude ao fato de ter dado conhecimento de irregularidades conexas à SNC:

> *Por fim, ressaltamos que as bases para conclusão para abertura deste processo administrativo sancionador de termo de acusação foram reportadas no Relatório nº 58/2017-CVM/SEP/GEA-5 (fls. 5.230/5.273), e que seu teor foi dado conhecimento aos componentes organizacionais Superintendência de Normas Contábeis e de Auditoria (SNC) e Superintendência de Processos Sancionadores (SPS) que estão analisando assuntos conexos aos aqui explicitados.*

989. Observam-se assimetrias nas atuações das duas superintendências, relativamente ao mesmo tema regulatório. Há indícios de que a SEP atuou mais sobre o tema, não obstante a SBR ter incluído um mecanismo de concatenação entre as supervisões da SEP e da SNC. Em princípio, os problemas apresentados nas demonstrações financeiras deveriam receber dos auditores independentes o registro preconizado nas normas.

990. A partir da reestruturação da Superintendência de Fiscalização Externa (SFI), as atividades de campo da Autarquia passaram a ser conduzidas diretamente pelas áreas técnicas especializadas em cada um dos temas atualmente regulados pela CVM: Companhias Abertas, Fundos de Investimento, Intermediários, Auditores Independentes e Ofertas Públicas. Com isso, a organização esperava reduzir o tempo de resposta de ações que demandem fiscalização in loco. Nessa esteira, propor-se-á que a supervisão e a fiscalização sobre demonstrações financeiras recaiam inteiramente sobre a competência de uma única superintendência, a fim de evitar as intersecções, redundâncias, as diferenças de visão e de entendimento sobre um mesmo assunto e as ineficiências decorrentes de um processo de trabalho que apresenta trocas de memorandos de análise entre a SEP e a SNC.

III.6.3. Objetos:

- *Plano bienal de Supervisão Baseada em Risco (SBR), 2009-2010;*
- *Plano bienal de Supervisão Baseada em Risco (SBR), 2010-2011;*
- *Plano bienal de Supervisão Baseada em Risco (SBR), 2012-2013;*
- *Plano bienal de Supervisão Baseada em Risco (SBR), 2014-2015;*
- *Plano bienal de Supervisão Baseada em Risco (SBR), 2016-2017;*
- *Relatório Anual, 2018, da Comissão de Valores Mobiliários (CVM);*
- *Relatório de gestão da Superintendência de Relações com Empresas (SEP), relativo ao ano de 2017.*

III.6.4. Critérios

- *Constituição Federal, artigo 37, caput, com ênfase aos princípios da eficiência e da impessoalidade;*

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

- *Lei 6.835/1976, art. 4º, incisos I e II (Mandato legal para promover o desenvolvimento do mercado);*
- *Lei 6.385/76, art. 4º, incisos III, VII e VIII (Mandato legal para assegurar a eficiência e o regular funcionamento do mercado);*
- *Lei 6.385/76, art. 4º, incisos IV e V (Mandato legal para a proteção dos investidores no mercado de valores mobiliários);*
- *Lei 6.385/76, art. 4º, inciso VI, e art. 8º, incisos I e II (Mandato legal para assegurar o acesso do público à Informação Adequada);*
- *(As deliberações são tomadas pelo colegiado da CVM) com fundamento nos §§ 3º e 5º do art. 177 da Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976, combinados com os incisos II e IV do § 1º. do art. 22 da Lei n. 6.385, de 7 de dezembro de 1976;*
- *Lei n. 6.835/1976, artigos 8º e 9º; 22, § 1º., incisos I, II, IV (para as ações de supervisão sobre as empresas);*
- *Lei n. 6.835/1976, artigos 8º e 9º; 22, § 1º., incisos II, IV, VII e VIII (para as ações de supervisão sobre as empresas);*
- *(As instruções são baixadas pelo colegiado da CVM) com fundamento no disposto nos arts. 4º, inciso VI, 8º, inciso I e 19, § 5º, e 21 da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976;*
- *(Demonstrações Financeiras) §§ 3º e 5º do art. 177 da Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976, combinados com os incisos II e IV do § 1º do art. 22 da Lei n. 6.385, de 7 de dezembro de 1976.*

III.6.5. Evidências:

- *Plano bienal de Supervisão Baseada em Risco (SBR), 2009-2010 (peça 78, entre os itens não-digitalizáveis);*
- *Plano bienal de Supervisão Baseada em Risco (SBR), 2010-2011 (peça 78, entre os itens não-digitalizáveis);*
- *Plano bienal de Supervisão Baseada em Risco (SBR), 2012-2013 (peça 78, entre os itens não-digitalizáveis);*
- *Plano bienal de Supervisão Baseada em Risco (SBR), 2014-2015 (peça 78, entre os itens não-digitalizáveis);*
- *Plano bienal de Supervisão Baseada em Risco (SBR), 2016-2017 (peça 78, entre os itens não-digitalizáveis).*

III.6.6. Causas

- *Escolha de ponto de atenção, isto é, de evento disparador da supervisão por iniciativa da SEP (gatilho / red flag) que subordina grandemente a supervisão da SEP à prévia apresentação, pelos auditores independentes das companhias abertas, de opinião modificada.*
- *Possíveis conflitos de interesse entre as grandes firmas de auditoria independente e as companhias abertas contratantes, uma vez que as primeiras têm incentivos econômicos para evitar desgastes de relacionamento com as segundas.*

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

- *Possível insuficiência de recursos humanos na Gerência de Acompanhamento de Empresas 5, da SEP, especializada em temas contábeis:*

> *Plano bienal de SBR, 2011 – 2012, p. 31:*
>
> *Como comentado no anexo referente às Necessidades Adicionais de Recursos Materiais e Humanos ou outras Dificuldades, a Gerência de Acompanhamento de Empresas 5, especializada em temas contábeis, foi recentemente criada com o objetivo de fortalecer o acompanhamento, pela SEP, do processo de adaptação das companhias às alterações nas normas contábeis expedidas pela CVM em consonância com os padrões internacionais de contabilidade. A realização das Supervisões Temáticas nº 2 a 5 dependerá da alocação de recursos humanos nessa gerência.*

- *Potencial indício de ineficiente divisão de papéis relativamente à interpretação das regras contábeis aplicáveis às companhias abertas, em função das vezes em que a SEP é obrigada a consultar a SNC sobre suas interpretações, comprometendo em parte a efetividade da supervisão sobre a fidedignidade das informações constantes das demonstrações financeiras.*

- *Intersecção entre as atividades de supervisão da Superintendência de Relações com Empresas (SEP) e da Superintendência de Normas Contábeis (SNC), uma vez que o ponto de atenção é a opinião modificada dos auditores independentes, sob a jurisdição da SNC, gerando eventual superposição entre as competências técnicas de supervisão no que tange à interpretação das normas contábeis aplicadas às demonstrações financeiras das companhias abertas.*

III.6.7. Efeitos: Efeito potencial de que as superintendências (SEP e SNC) exibam assimetrias de atuação, isto é, produzam trabalhos de supervisão assimétricos, relativamente aos mesmos fatos-base pertinentes às demonstrações financeiras publicadas pelas companhias abertas. Como corolário, esse problema pode eventualmente redundar na atuação insuficiente na fiscalização das regras contábeis aplicáveis às companhias abertas, quando da divulgação de suas demonstrações financeiras, ensejando prejuízos à confiança no mercado.

III.6.8. Proposta preliminar de encaminhamento

991. Diante do exposto, propõe-se recomendar à CVM que considere reformular o ponto de atenção (gatilho que dispara a supervisão – red flag) constante nos planos bienais de SBR, concernente ao processo de trabalho relativo à supervisão sobre as demonstrações financeiras das companhias abertas, de modo a evitar a dependência da supervisão à atuação dos auditores independentes.

III.6.9. Comentários dos Gestores

992. A proposta de recomendação foi submetida aos gestores da CVM, que teceram as seguintes considerações:

> ***IX - COMENTÁRIOS À PROPOSTA DE RECOMENDAÇÃO "k"***
> *k) Recomendar à Comissão de Valores Mobiliários, com fundamento no art. 43, inciso I, da Lei 8.443/1992, combinado com o art. 250, inciso III, do Regimento Interno do Tribunal de Contas da União (RITCU), que considere reformular o ponto de atenção (gatilho que dispara a supervisão – red flag) constante nos planos bienais de SBR, concernente ao processo de trabalho relativo à supervisão sobre as demonstrações financeiras das companhias abertas, de modo a evitar a dependência da supervisão à atuação dos auditores independentes (item 907 do relatório preliminar de auditoria).*

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

1. O plano de Supervisão Baseada em Risco direcionado para a verificação da regularidade da elaboração e divulgação de informações econômico-financeiras nos termos da regulamentação vigente e das disposições estatutárias das sociedades por ações abrange algumas ações que não se restringem à atuação dos auditores independentes para sua execução.
2. Desde o biênio 2011/2012, os planos de supervisão de demonstrações financeiras incluem a análise de demonstrações financeiras com opinião modificada pelo auditor.
3. Além dessa atuação, o plano de 2011/2012 também contemplava a análise de índices financeiros que resultavam em matriz de risco a partir da qual as companhias também eram selecionadas para supervisão, como pode ser verificado no plano em vigor à época:
"Anualmente, uma amostra de companhias terá suas informações financeiras analisadas. Tais companhias serão selecionadas de acordo com uma matriz de controle de gerenciamento de resultados preparada pela SEP, que tem como critérios de priorização índices relacionados à atuação do auditor independente e seu relacionamento com a companhia, o histórico de processos administrativos envolvendo a companhia aberta e outros ***fatores de mercado****."*
4. A partir do biênio 2015/2016, a referida ação de supervisão foi substituída pela análise de temas contábeis críticos, ação essa que permanece vigente no plano atual, que também não depende de reds flags do auditor.
5. Do plano do biênio 2015/2016 constava:
"Além das análises que venham a ser realizadas em função de riscos eventualmente identificados no curso do trabalho de supervisão, serão abordados os seguintes temas:
a) Divulgação de informações sobre controles internos adotados para assegurar a elaboração de demonstrações financeiras confiáveis;
b) Divulgação de informações sobre políticas contábeis críticas adotadas pelo emissor;
c) Critérios de contabilização de combinações de negócios e seu impacto nas demonstrações financeiras das companhias abertas.
6. Todos os planos de Supervisão Baseada em Risco da CVM estão disponíveis no seguinte link: http://www.cvm.gov.br/menu/acesso_informacao/planos/sbr/sbr.html .
7. A experiência de anos anteriores evidenciou que a análise periódica de demonstrações financeiras de amostra de companhias selecionadas com base em temas contábeis que representem um maior risco de descumprimento das normas em determinado período resultaria em uma utilização mais eficiente dos recursos de supervisão.
8. A seleção da amostra analisada com foco nos temas mencionados independe, como dito, da atuação dos auditores independentes.
9. Por outro lado, entende-se importante uma pronta atuação do regulador nos casos em que os auditores independentes apresentam relatório de auditoria ou revisão especial com opinião modificada.
10. Nesse sentido, entendemos dissonante do interesse público e regulatório sob os cuidados da CVM a proposta de recomendação acima de não utilização da ação de supervisão voltada à atuação específica junto aos administradores de companhias abertas que apresentem demonstrações financeiras acompanhadas de relatórios de auditoria com opinião modificada, sem prejuízo das ações de supervisão adicionais que são realizadas e que podem ser aprimoradas, inclusive em razão da disponibilidade de recursos para o desempenho dessas atividades.

III.6.10. Análise dos Comentários dos Gestores

993. Preliminarmente, constata-se, a partir da leitura dos comentários oferecidos quanto a esse ponto, que envolve a supervisão sobre as demonstrações financeiras das companhias abertas, que houve um equívoco de interpretação quanto ao problema que se quis apontar. O problema detectado foi um problema de natureza operacional; não foi um problema relacionado exclusivamente com as prioridades constatadas na supervisão baseada em risco (SBR) sobre as demonstrações financeiras das companhias abertas. O problema apontado consistiu na constatação de que o processo de supervisão sobre essas demonstrações financeiras, que se reputa fundamental, ressente-se de uma ineficiente intersecção e, por via de consequência, superposição de autoridades técnicas de supervisão entre a Superintendência de Relações com Empresas (SEP) e a Superintendência de Normas Contábeis (SNC). Isso ocorre porque a supervisão sobre a atividade dos auditores independentes recai sobre esta última

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

superintendência, ao passo que à SEP compete a supervisão sobre as empresas companhias abertas (principalmente). Adicionalmente, há outro ponto de ineficiência operacional, uma vez constatada a ocorrência de a SEP consultar a SNC sobre a interpretação a ser dada a indícios concretos de impropriedades nas práticas contábeis das companhias abertas, cuja supervisão, ressalte-se, compete à SEP.

994. Incidentalmente, esclareça-se que o relatório preliminar de auditoria não afirmou que a supervisão sobre as demonstrações financeiras das companhias abertas estava baseada unicamente no critério da presença eventual de opinião modificada no relatório dos auditores independentes. O problema é que se constata ser esse o principal critério, no sentido de o mais ostensivo entre os critérios elencados, alguns dos quais, como ressaltado pelos comentários, remetem para "outros fatores de mercado". Entre tais fatores, advêm fatos como os que, recentemente, afetaram substancialmente o valor de mercado das companhias abertas Instituto de Resseguros do Brasil S.A. (ex-estatal), a Via Varejo, a CVC, e, embora não seja companhia aberta no Brasil, a XP Inc., do grupo XP brasileiro, cuja corretora de valores, a XP Investimentos CCTVM, desempenha papel de destaque na distribuição de valores mobiliários no Brasil (liderança em termos do número de agentes autônomos de inv. a ela vinculados).

995. No que diz respeito à supervisão orientada por temas contábeis que representem um maior risco de descumprimento das normas em determinado período, tais quais, por exemplo, a redução ao valor recuperável dos ativos (impairment) ou a contabilidade de hedge, tem-se que vai ao encontro da proposta de recomendação preliminar. Parece mais profícua a supervisão baseada em critérios próprios, malgrado a compreensão de que as opiniões eventualmente modificadas dos auditores independentes devam ser também consideradas. Tanto é aplicável tal assunção, não seria demais lembrar dos prejuízos causados à Petrobras em consequência de práticas contábeis inadequadas de impairment, sancionadas pela CVM. Nesse caso concreto, a intempestividade dessa sanção se releva como exemplificativa do problema operacional que se pretendeu pôr em questão. De fato, houve inicialmente divergências de entendimentos entre a Superintendência de Relações com Empresas (SEP) e a Superintendência de Normas Contábeis (SNC), que obrigaram a SEP a consultar a SNC duas vezes, antes de propugnar pela irregularidade (no caso, a intempestividade e a abrangência dos testes de redução ao valor recuperável dos ativos do Abastecimento da empresa estatal Petrobras, entre outras). Portanto, observa-se oportunidade de melhoria, a qual deve ser oferecida a título de recomendação, com finalidade colaborativa. Caberá à CVM avaliar a conveniência e a oportunidade de implementá-la.

996. Nesses termos, considerando-se que o problema operacional tem potencial para produzir retrabalho, impasse na interpretação e intempestividade nas análises internas da autarquia sobre eventuais impropriedades nas demonstrações financeiras das companhias abertas, propor-se-á recomendação à CVM no sentido de que a reengenharia do processo de trabalho poderá prevenir a ocorrência de mais impropriedades nas demonstrações financeiras das companhias abertas (intempestividade no reconhecimento de perdas por redução ao valore recuperável dos ativos, impropriedades na designação de instrumentos de hedge na contabilidade de hedge, diferimento indevido na baixa de ativos, manipulação das provisões para processos judiciais trabalhistas, práticas contábeis inadequadas a representar fidedignamente a situação patrimonial, operacional, econômica e financeira das companhias abertas, risco de materialização de fraudes contábeis – artigo 4º, inciso VI, da Lei 6.385/76), que podem voltar a ocorrer, solapando a confiança do investidor e do público em geral no mercado de valores mobiliários brasileiro (em contrariedade ao mandato legal de assegurar o acesso do público a informações fidedignas sobre as companhias emissoras de valores mobiliários). Uma das soluções poderia advir, por exemplo, da atribuição da responsabilidade por agir à Superintendência de Relações com Empresas, porque essa unidade organizacional já cuida de todos os demais assuntos relacionados às informações prestadas pelas companhias abertas brasileiras.

III.6.11. Proposta definitiva de encaminhamento

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

997. Recomendar à Comissão de Valores Mobiliários, com fundamento no art. 43, inciso I, da Lei 8.443/1992, combinado com o art. 250, inciso III, do Regimento Interno do Tribunal de Contas da União (RITCU), e no artigo 11 da Resolução-TCU 315, de 2020, que reformule seus processos de trabalho para superar a ineficiente intersecção e superposição das autoridades técnicas de supervisão sobre as demonstrações financeiras das companhias abertas, entre a Superintendência de Relações com Empresas (SEP) e a Superintendência de Normas Contábeis (SNC). (Itens 993 a 997).

III.7. Indícios da possibilidade de conflito de interesse, seja efetivo, potencial ou apenas aparente, na atuação do colegiado da CVM.

III.7.1. Descrição do achado

998. Indícios da possibilidade de conflito de interesse, seja efetivo, potencial ou apenas aparente, na atuação do colegiado da CVM na atividade fiscalizatória, sancionatória e regulatória da autarquia.

III.7.2. Situação encontrada

Composição do colegiado

999. Ao longo da auditoria, a equipe teve acesso a diversos processos administrativos sancionadores e demais processos de trabalho da CVM (tais como os referentes à elaboração de normativos). Observou-se, em variados casos, atuação significativa de atores, no papel de regulados, que em momentos anteriores ou posteriores compuseram ou vieram a compor o colegiado da autarquia.

1000. Sem entrar no mérito de eventual conflito de interesse efetivo em casos concretos, visto que tal procedimento demandaria análise pormenorizada de diversos casos concretos, com possível interferência numa esfera de competência do colegiado da autarquia, qual seja a de elaborar normas e julgar irregularidades observadas, a equipe buscou analisar o caso de modo abstrato, considerando o conflito de interesse sob os enfoques da potencialidade e da aparência.

1001. Primeiramente, frise-se que a literatura sobre regulação sinaliza que, no início de um processo de regulação de um determinado setor, é de certa forma natural que o regulador seja composto por quadro técnico parcial ou até quase totalmente oriundo do setor regulado, em função da pouca expertise acumulada por um regulador recém-criado.

1002. Contudo, considerando o tempo de criação da CVM, que data de 1976, causou certa estranheza à equipe constatar que (i) muitos diretores (e ex-diretores) são oriundos de instituições reguladas pela CVM e a elas retornam após o período de cinco anos no colegiado da autarquia, e (ii) há poucos diretores (e ex-diretores) oriundos dos quadros técnicos da CVM.

1003. Curioso e sintomático observar que, no caso de recente diretor oriundo dos quadros técnicos da CVM, o salto não foi direto, mas após passagem por instituição regulada (http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2018/20180924-1.html). É como se houvesse uma necessidade velada de adquirir um viés pró-regulado antes da assunção como diretor do colegiado.

1004. Por esse motivo, entende-se pertinente recomendar que parte da diretoria seja proveniente das superintendências, de modo a mitigar o viés pró-regulado que pode ocorrer caso todos os diretores sejam provenientes de instituições reguladas pela CVM, e aumentar participação de pessoas com foco na proteção dos investidores minoritários.

Considerações sobre atuações posteriores de ex-diretores e ex-presidentes

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

1005. Na pequena amostra de processos analisados mais profundamente no decorrer da auditoria, quantidade bem pequena se comparada ao total de processos da autarquia, já foi possível identificar atuação de ex-diretor em processo em que a instituição regulada foi parcialmente absolvida (ex-diretor Otavio Iazbek atuou em processo no qual defendeu a XP Investimentos, em caso que tratava de irregularidades na atividade de agentes autônomos de investimentos; peça 82).

1006. Diversos outros casos foram observados, seja em processos sancionadores, seja em processos de trabalho da autarquia que antecedem à elaboração de normativos. Muitos destes que fizeram parte da resposta ao ofício de requisição 004-343/2018-TCU, à p. 3 da peça 80, foram observados em papel. Observou-se, inclusive, a existência de reuniões não formalizadas, previamente às audiências públicas, com participantes do mercado (corretoras, escritórios de advocacia, distribuidoras, investidores profissionais, fundos de previdência, além de associações integradas por esses participantes, como a ANBIMA e a ACAF), o que poderia ensejar um viés normativo em detrimento da necessária proteção ao investidor.

1007. Relativamente aos escritórios de advocacia, utilizando informações públicas (Linkedin e Escavador), juntamente com o recurso à consulta do sistema CPF – eTCU, foi possível constatar que membros do colegiado 2018 – 2019 registraram os seguintes vínculos:

1008. Marcelo Santos Barbosa (CPF 021.751.457-00) – atual Presidente da CVM, cujo mandato se iniciou em 25/8/2017 (peça 81, p. 2). Tem, segundo resposta da CVM à indagação da equipe acerca de eventual atuação, direta ou indireta, das pessoas do colegiado diretor em processos da CVM, antes ou após o mandato na diretoria da autarquia, atuação em 2189 processos nessa condição (obs.: os números sobrescritos representam a quantidade de processos no ano indicado: 2015[100] a 2019[496]).

1008.1. Fonte CPF: Vieira, Rezende e Guerreiro Advogados (sócio-administrador até 13/9/2017).

1008.2. Fonte CVM: Presidente do Conselho Curador da Fundação Estudar e membro do Conselho Consultivo do Columbia Global Centers Latin America (Rio de Janeiro) e do Comitê de Aquisições e Fusões (CAF), bem como conselheiro fiscal da Fundação Lemann (aparentemente, vínculos ativos).

1009. Gustavo Machado Gonzalez (CPF 091.685.547-37) – atual diretor, cujo mandato se iniciou em 13/7/2017 (peça 81, p. 2). Tem sob sua responsabilidade 442 processos.

1009.1. Fonte: Sistema CPF: Bocater, Camargo, Costa e Silva, Rodrigues Advogados Associados (até 25/7/2008) e Otávio Yazbek Sociedade de Advogados (sócio-administrador até 11/10/2017)

1009.2. Fonte: Linkedin: Sócio: Pinheiro Guimarães Advogados (de 7/2014 a 10/2016); Chefe de Gabinete da Presidência da CVM (de 9/2012 a 3/2014); Advogado sênior: Mattos Filho, Veiga Filho, Marrey Jr. e Quiroga Advogados (de 9/2010 a 8/2012); e International Associate: Shearman & Sterling LLP (de 9/2009 a 8/2010).

1010. Flávia Martins Sant'Anna Perlingeiro (CPF 011.943.537-38):

1010.1. Fonte: CPF: Ulhôa, Canto, Rezende e Guerra Advogados (sócia-administradora), de 2/2007 a 11/2010 e de 9/1998 a 9/2010;

1010.2. Fonte: Linkedin: Cleary Gottlieb Steen & Hamilton LLP (foreign associate), de 7/1996 a 7/1997; BNDES (advogada), de 11/2012 a 2/2019; Ulhôa, Canto, Rezende e Guerra Advogados (de 7/1993 a 7/2010).

1010.3. Fonte: Agência Senado: "Em escritórios de advocacia, assessorou companhias brasileiras na emissão de valores mobiliários no mercado de capitais norte-americano."

1011. Gustavo Rabelo Tavares Borba (CPF 082.453.177-99) – 1.409 processos identificados

1011.1. Fonte CPF – eTCU: Borba – Advogados Associados;

1011.2. Fonte internet: Tavares Borba Advogados Associados (atual vínculo, após renunciar ao mandato de diretor da CVM em 12/9/2018.

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

1012. A própria CVM, em planilha de elaboração de riscos operacionais (planilha intitulada "Lista de Riscos Operacionais", entre os itens não-digitalizáveis da peça 80), considerou como riscos a eventual perda de independência nos julgamentos realizados, a eventual existência de falhas no processo de elaboração de normativos de forma interativa com o mercado e na identificação de necessidade de normatização, entre outros fatores. A probabilidade variava de pouco provável a muito provável, e o impacto de moderado a grande.

1013. A equipe de auditoria entendeu, contudo, que não teria fôlego para fazer averiguação mais profunda sobre a existência de eventual conflito de interesse efetivo em algum caso concreto, como, por exemplo, o constante da peça 82, apesar de vislumbrar, hipoteticamente, algumas situações exemplificativas, tais quais:

- *Grupo de regulados que tem em seu meio ex-diretores da CVM acaba tendo influência na autarquia e ditando os rumos das normas regulatórias objeto de audiência pública;*

- *Ex-diretores da CVM atuando como advogados de defesa de acusados em processos que culminaram em absolvições, apesar de proposta diversa da área técnica;*

- *Diretores da CVM provenientes de instituições reguladas e sancionadas pela CVM, que podem ter interesse em retornar a essas instituições quando do término do mandato, o que comprometeria a independência e imparcialidade nos julgamentos;*

- *Diretores da CVM com aspirações de exercer atividades em instituições reguladas após o término do mandato, o que comprometeria a independência e imparcialidade nos julgamentos.*

1014. Considerando essas situações possíveis de ocorrer e a amostra de casos analisados em que se percebeu a possibilidade de existência do conflito de interesses, a equipe resolveu fazer questionamentos com vistas a identificar melhor se a atuação de ex-diretores em processos da CVM se repetia em larga escala, pedindo por conseguinte esclarecimentos sobre eventual atuação, direta ou indireta, de ex-diretores em processos da CVM, ***antes ou após*** *<u>o mandato na diretoria da autarquia</u> (item "b" do ofício de requisição 016-343/2019-TCU). Observe-se que a requisição deixou claro o objetivo de captar a atuação fora do exercício do mandato no colegiado da CVM.*

1015. Em resposta, a CVM informou existirem limitações fáticas que inviabilizavam o atendimento da solicitação, tendo em vista que o número de feitos em que a verificação teria de ser realizada chegaria provavelmente a dezenas de milhares (p. 3 da peça 81, resposta ao item b do ofício 16; p. 11-12 da peça 11).

1016. Compreendendo parcialmente a dificuldade apresentada, a equipe reuniu-se com a CVM e acordou alguns parâmetros para que a solicitação fosse atendida, conforme exposto no item "a" do ofício de requisição 018-343/2019-TCU (peça 11, p. 15), abaixo destacado:

> *a) considerando o disposto no Ofício 111/2019/CVM/SPS, encaminhado pela CVM a este Tribunal, mormente em relação à resposta ao item "b" do Ofício 016-343/2018-TCU, e tendo em vista o que foi conversado na reunião entre a equipe do TCU e alguns gestores da CVM no dia 2/9/2019, solicitamos informações sobre eventual atuação, direta ou indireta, das pessoas listadas no item "a" do Ofício 016-343/2018-TCU, nos anos de 2016 e 2018, informando os números dos processos administrativos ou sancionadores em que há indício de eventual atuação. Observações:*
> *Não há necessidade de explicação sobre a forma como se deu a atuação, bastando a informação de que o nome ou o CPF da pessoa listada consta em determinado processo (informação a ser obtida por meio de pesquisa aos campos disponíveis, aos documentos digitais do processo ou à memória da superintendência responsável mediante ferramentas de busca ou rotinas automatizadas por programação);*
> *Não há necessidade de verificar se houve atuação de fato, isto é, se houve a prática de algum ato concreto, como um ofício subscrito pela pessoa, bastando qualquer registro do nome ou do CPF (das pessoas listadas no item "a" do Ofício 016-343/2018-TCU) em um processo para sinalização*

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

de que houve potencial atuação. Por exemplo: se constar o nome com poder de representação ou o sobrenome no timbre do mandato apresentado à autarquia, isso indica potencial atuação, ainda que não tenha havido atuação de fato, devendo, portanto, ser sinalizado nesses casos, sem necessidade de verificar se houve ou não atuação;
Quaisquer registros formais devem ser sinalizados. Eventuais atuações sem manifestação formal no processo podem ser sinalizadas no caso de conhecimento da autarquia, como, por exemplo, reuniões ou ligações telefônicas. Nos casos em que a situação de eventual atuação não for perceptível à autarquia, simplesmente não vai haver a sinalização de potencial atuação.

1017. Devido a dificuldades na coleta das informações, portanto, a equipe restringiu a amostra aos anos de 2016 e 2018 e desconsiderou eventuais atuações não formais de ex-diretores, concentrando-se apenas nos registros formais de atuação, sem verificação de como a atuação foi realizada.

1018. Em resposta, a CVM fez algumas considerações (peça 65, p. 1-3) e apresentou as planilhas que constam como itens não digitalizáveis da peça 65 (resposta ao ofício 18). A equipe se surpreendeu com o número de processos em que ex-diretores da CVM atuam ou atuaram, por ser muito maior do que o esperado, reforçando a percepção de que pode haver um conflito de interesses, seja efetivo, potencial ou aparente. A tabela abaixo exibe os números de processos associados aos nomes "de guerra" ou exatos dos diretores da gestão 2018 – 2019 (com exceções):

Nome	*Nº de Processos Nome "de guerra"*	*Nº de Processos Nome Exato*
Marcelo Barbosa	*2.189*	*700*
Maria Helena	*218*	*103*
Leonardo Pereira	*1.430*	*602*
Henrique Machado	*1.923*	*1.665*
Gustavo Gonzalez	*443*	*442*
Gustavo Borba	*1.408*	*792*
Luciana Dias	*468*	*118*
Pablo Renteria	*1.744*	*1.042*
Carlos Rebello	*773*	*715*

1019. Tendo em vista o método como foi realizada a pesquisa, qual seja por meio de pesquisa de ocorrências do "nome "de guerra"" ou do nome exato do diretor ou ex-diretor nos processos, pode haver "falsos positivos" para fins deste trabalho, ou seja, casos em que consta o nome do diretor ou ex-diretor atuando no processo não como agente externo representando um regulado, mas simplesmente como diretor-relator. Outras causas possíveis para falsos positivos abrangem ainda a existência de homônimos, para casos de pesquisa utilizando somente nome e um sobrenome, e a falta de previsão, nos sistemas utilizados pela CVM, para registrar os nomes dos procuradores (advogados) com mandato específico nos autos, como existe, por exemplo, nos sistemas do TCU.

1020. Por esse motivo, para fins do que se quer mostrar, consideramos apenas as ocorrências de nome de ex-diretores cujo mandato terminou antes de 2016, uma vez que a maioria dos processos objeto de pesquisa foram aqueles a partir de 2016. Em muitos processos há ocorrência do nome do ex-diretor mais de uma vez, sinalizando que pode ter atuado em mais de uma etapa do processo. Apesar disso, o foco da análise considerou indiferente a quantidade de ocorrências do nome dentro de um mesmo processo, diferenciando apenas se havia ocorrência do nome ou não.

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

1021. Feitas essas considerações, o quadro a seguir, montado a partir das planilhas encaminhadas pela CVM, evidencia que há uma atuação talvez excessiva de ex-diretores em processos da CVM, o que pode suscitar a existência de um conflito de interesses, seja efetivo, potencial ou aparente:

Diretor ou Presidente *cujo mandato terminou antes de 2016*	***Quantidade de processos em que houve ocorrências:***	
	Pesquisa nome exato	*Pesquisa nome "de guerra"*
Maria Helena	*103*	*218*
Luciana Dias	*97*	*387*
Ana Novaes	*119*	*249*
Otavio Yazbek	*455*	*456*
Alexsandro Broedel	*115*	*146*
Eli Loria	*307*	*308*
Marcos Pinto	*255*	*256*
Eliseu Martins	*87*	*87*
Durval Soledade	*51*	*79*
Sergio Weguelin	*30*	*135*
Total	*1619*	*2321*
Total por ano aproximado	*~400*	*~550*

1022. O número de processos em que houve ocorrências de nomes de ex-diretores é bastante considerável, acima de 1000, uma média de cerca de 400 a 550 ocorrências por ex-diretor (conforme as planilhas apresentadas, a grande maioria dos processos é de 2016 a 2018, com alguns soltos de outros anos, razão pela qual dividiu-se por quatro para chegar a um número aproximado de ocorrências por ano considerando apenas os ex-diretores pesquisados).

1023. Algumas dessas ocorrências podem ser meras citações aos nomes dos ex-diretores em processos. Considerando as limitações do método de pesquisa, não há como se saber quantas dessas ocorrências significam efetivamente atuação de ex-diretores em processos da CVM.

1024. Pode-se, contudo, visualizar que mesmo que apenas algumas das ocorrências signifiquem atuação em processos, já estaria havendo excessiva atuação de ex-diretores representando instituições reguladas ou acusados em processos sancionadores, o que causa a preocupação mencionada anteriormente sobre conflito de interesses, ainda que apenas potencial ou aparente.

1025. Diante do exposto, entende-se pertinente comunicar ao Ministério da Economia sobre o conflito de interesses, efetivo, potencial ou aparente, na atuação de diretores e ex-diretores na CVM e em instituições ligadas ao mercado de capitais. Para fins de outras proposições, faz-se necessário avaliar os normativos de referência no tema.

Conflito de interesses à luz da legislação aplicável

1026. Recentemente foi sancionada a lei geral das agências reguladoras (Lei 13.848/2019), modificando algumas regras relativas à quarentena de diretores após deixarem os cargos, estipulando o prazo de seis meses. Tal lei, contudo, em seu art. 2º, lista as agências consideradas reguladoras para

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

os fins da lei, restando claro que a CVM não faz parte da abrangência da lei, podendo suas regras serem aplicadas apenas subsidiariamente.

1027. Por ser autarquia vinculada ao Ministério da Economia, que faz parte por sua vez do Poder Executivo Federal, a CVM submete-se às regras da Comissão de Ética Pública, inclusive no que diz respeito à necessidade do cumprimento de quarentena por ex-diretores e presidentes. Nesse contexto, importante salientar que a Comissão de Ética Pública delibera sobre análise de conflito de interesses com base na legislação abaixo mencionada:

1028. Lei 12.813/2013, que dispõe sobre o conflito de interesses no exercício de cargo ou emprego do Poder Executivo Federal e impedimentos posteriores ao exercício do cargo ou emprego;
982.1 Medida Provisória 2.225-45/2001, especialmente os artigos 6º e 7º;
982.2 Decreto 4.187/2002, que regulamenta os arts. 6º e 7º da Medida Provisória 2.225-45/2001, que dispõem sobre o impedimento de autoridades exercerem atividades ou prestarem serviços após a exoneração do cargo que ocupavam e sobre a remuneração compensatória a elas devida pela União.

1029. Nesse contexto, importante destacar os principais pontos da legislação sobre o tema:

Lei 12.813/2013
Dispõe sobre o conflito de interesses no exercício de cargo ou emprego do Poder Executivo Federal e impedimentos posteriores ao exercício do cargo ou emprego; e revoga dispositivos da Lei no 9.986, de 18 de julho de 2000, e das Medidas Provisórias nos 2.216-37, de 31 de agosto de 2001, e 2.225-45, de 4 de setembro de 2001.
Art. 1º As situações que configuram conflito de interesses envolvendo ocupantes de cargo ou emprego no âmbito do Poder Executivo federal, os requisitos e restrições a ocupantes de cargo ou emprego que tenham acesso a informações privilegiadas, os impedimentos posteriores ao exercício do cargo ou emprego e as competências para fiscalização, avaliação e prevenção de conflitos de interesses regulam-se pelo disposto nesta Lei.
***Art. 2º Submetem-se ao regime desta Lei os ocupantes dos seguintes cargos e empregos**:*
I - de ministro de Estado;
II - de natureza especial ou equivalentes;
***III - de presidente, vice-presidente e diretor, ou equivalentes, de autarquias**, fundações públicas, empresas públicas ou sociedades de economia mista; e*
IV - do Grupo-Direção e Assessoramento Superiores - DAS, níveis 6 e 5 ou equivalentes.
(...)
*Art. 3º Para os fins desta Lei, **considera-se:***
***I - conflito de interesses: a situação gerada pelo confronto entre interesses públicos e privados, que possa comprometer o interesse coletivo ou influenciar, de maneira imprópria, o desempenho da função pública**; e*
II - informação privilegiada: a que diz respeito a assuntos sigilosos ou aquela relevante ao processo de decisão no âmbito do Poder Executivo federal que tenha repercussão econômica ou financeira e que não seja de amplo conhecimento público.
Art. 4º O ocupante de cargo ou emprego no Poder Executivo federal deve agir de modo a prevenir ou a impedir possível conflito de interesses e a resguardar informação privilegiada.
§ 1º No caso de dúvida sobre como prevenir ou impedir situações que configurem conflito de interesses, o agente público deverá consultar a Comissão de Ética Pública, criada no âmbito do Poder Executivo federal, ou a Controladoria-Geral da União, conforme o disposto no parágrafo único do art. 8º desta Lei.
§ 2º A ocorrência de conflito de interesses independe da existência de lesão ao patrimônio público, bem como do recebimento de qualquer vantagem ou ganho pelo agente público ou por terceiro.
Art. 5º Configura conflito de interesses no exercício de cargo ou emprego no âmbito do Poder Executivo federal:
I - divulgar ou fazer uso de informação privilegiada, em proveito próprio ou de terceiro, obtida em razão das atividades exercidas;

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

II - exercer atividade que implique a prestação de serviços ou a manutenção de relação de negócio com pessoa física ou jurídica que tenha interesse em decisão do agente público ou de colegiado do qual este participe;
III - exercer, direta ou indiretamente, atividade que em razão da sua natureza seja incompatível com as atribuições do cargo ou emprego, considerando-se como tal, inclusive, a atividade desenvolvida em áreas ou matérias correlatas;
IV - atuar, ainda que informalmente, como procurador, consultor, assessor ou intermediário de interesses privados nos órgãos ou entidades da administração pública direta ou indireta de qualquer dos Poderes da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios;
V - praticar ato em benefício de interesse de pessoa jurídica de que participe o agente público, seu cônjuge, companheiro ou parentes, consanguíneos ou afins, em linha reta ou colateral, até o terceiro grau, e que possa ser por ele beneficiada ou influir em seus atos de gestão;
VI - receber presente de quem tenha interesse em decisão do agente público ou de colegiado do qual este participe fora dos limites e condições estabelecidos em regulamento; e
VII - prestar serviços, ainda que eventuais, a empresa cuja atividade seja controlada, fiscalizada ou regulada pelo ente ao qual o agente público está vinculado.
Parágrafo único. As situações que configuram conflito de interesses estabelecidas neste artigo aplicam-se aos ocupantes dos cargos ou empregos mencionados no art. 2º ainda que em gozo de licença ou em período de afastamento.
Art. 6º Configura conflito de interesses após o exercício de cargo ou emprego no âmbito do Poder Executivo federal:
I - a qualquer tempo, divulgar ou fazer uso de informação privilegiada obtida em razão das atividades exercidas; e
II - no período de 6 (seis) meses, contado da data da dispensa, exoneração, destituição, demissão ou aposentadoria, salvo quando expressamente autorizado, conforme o caso, pela Comissão de Ética Pública ou pela Controladoria-Geral da União:
a) prestar, direta ou indiretamente, qualquer tipo de serviço a pessoa física ou jurídica com quem tenha estabelecido relacionamento relevante em razão do exercício do cargo ou emprego;
b) aceitar cargo de administrador ou conselheiro ou estabelecer vínculo profissional com pessoa física ou jurídica que desempenhe atividade relacionada à área de competência do cargo ou emprego ocupado;
c) celebrar com órgãos ou entidades do Poder Executivo federal contratos de serviço, consultoria, assessoramento ou atividades similares, vinculados, ainda que indiretamente, ao órgão ou entidade em que tenha ocupado o cargo ou emprego; ou
d) intervir, direta ou indiretamente, em favor de interesse privado perante órgão ou entidade em que haja ocupado cargo ou emprego ou com o qual tenha estabelecido relacionamento relevante em razão do exercício do cargo ou emprego.
(...)
Art. 8º Sem prejuízo de suas competências institucionais, compete à Comissão de Ética Pública, instituída no âmbito do Poder Executivo federal, e à Controladoria-Geral da União, conforme o caso:
I - estabelecer normas, procedimentos e mecanismos que objetivem prevenir ou impedir eventual conflito de interesses;
II - avaliar e fiscalizar a ocorrência de situações que configuram conflito de interesses e determinar medidas para a prevenção ou eliminação do conflito;
III - orientar e dirimir dúvidas e controvérsias acerca da interpretação das normas que regulam o conflito de interesses, inclusive as estabelecidas nesta Lei;
IV - manifestar-se sobre a existência ou não de conflito de interesses nas consultas a elas submetidas;
V - autorizar o ocupante de cargo ou emprego no âmbito do Poder Executivo federal a exercer atividade privada, quando verificada a inexistência de conflito de interesses ou sua irrelevância;
VI - dispensar a quem haja ocupado cargo ou emprego no âmbito do Poder Executivo federal de cumprir o período de impedimento a que se refere o inciso II do art. 6º, quando verificada a inexistência de conflito de interesses ou sua irrelevância;
(...)

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

> ***Art. 9º Os agentes públicos mencionados no art. 2º desta Lei, inclusive aqueles que se encontram em gozo de licença ou em período de afastamento, deverão:***
> *I - enviar à Comissão de Ética Pública ou à Controladoria-Geral da União, conforme o caso, anualmente, declaração com informações sobre situação patrimonial, participações societárias, atividades econômicas ou profissionais e indicação sobre a existência de cônjuge, companheiro ou parente, por consanguinidade ou afinidade, em linha reta ou colateral, até o terceiro grau, no exercício de atividades que possam suscitar conflito de interesses; e*
> ***II - comunicar por escrito à Comissão de Ética Pública ou à unidade de recursos humanos do órgão ou entidade respectivo, conforme o caso, o exercício de atividade privada ou o recebimento de propostas de trabalho que pretende aceitar, contrato ou negócio no setor privado, ainda que não vedadas pelas normas vigentes, estendendo-se esta obrigação ao período a que se refere o inciso II do art. 6º.***
> ***Parágrafo único. As unidades de recursos humanos, ao receber a comunicação de exercício de atividade privada ou de recebimento de propostas de trabalho, contrato ou negócio no setor privado, deverão informar ao servidor e à Controladoria-Geral da União as situações que suscitem potencial conflito de interesses entre a atividade pública e a atividade privada do agente.***
> *(...)*
> *Art. 12. O agente público que praticar os atos previstos nos arts. 5º e 6º desta Lei incorre em improbidade administrativa, na forma do art. 11 da Lei nº 8.429, de 2 de junho de 1992, quando não caracterizada qualquer das condutas descritas nos arts. 9º e 10 daquela Lei. (...)*

1030. Depreende-se dos aspectos ressaltados em negrito que o prazo para a chamada quarentena de ex-diretores e ex-presidentes da CVM também é de seis meses, conforme disposto no inciso II do art. 6º. Contudo, conforme previsto no inciso I do mesmo artigo, existe vedação, sem limite de tempo, no sentido de divulgar ou fazer uso de informação privilegiada obtida em razão das atividades exercidas.

1031. A pergunta que se faz é se o conhecimento do colegiado, da sua dinâmica, e eventuais relacionamentos feitos durante a passagem pela diretoria poder-se-iam configurar como informação privilegiada.

1032. Segundo o inciso II do art. 3º da lei, informação privilegiada é a que diz respeito a assuntos sigilosos ou a que é relevante ao processo de decisão no âmbito do Poder Executivo Federal que tenha repercussão econômica ou financeira e que não seja de amplo conhecimento público.

1033. Apesar da subjetividade do conceito, é razoável supor que não seja do conhecimento público a dinâmica e aspectos pessoais dos membros do colegiado, que podem influenciar na decisão. Além disso, há decisões da CVM que teriam repercussões econômicas ou financeiras relevantes, como o deferimento ou não de registro de uma oferta pública materialmente significativa. Desse modo, é possível supor que ex-diretores detenham informações privilegiadas que, pela letra da lei, não deveriam ser usadas não apenas por seis meses, mas em momento algum.

1034. Ainda que se descarte o argumento acima, contudo, argumento ainda mais forte prevalece no sentido de combater efetivamente o conflito de interesses. Observando-se as alíneas "a" e "d" do inciso II do art. 6º, é possível afirmar, a partir dos poucos processos observados pela equipe ao longo da auditoria, que existe esse conflito de interesse caso fosse desconsiderado o período de seis meses e considerado o período maior.

1035. Tendo em vista a quantidade de atuações de ex-diretores em processos da CVM, vislumbra-se que a quarentena pode estar servindo apenas como um paliativo não efetivo contra o conflito de interesses.

1036. Considerando que o mandato de um diretor ou presidente da autarquia é de cinco anos, o prazo exíguo de seis meses de quarentena permite que o ex-diretor atue na outra ponta, seja defendendo acusados em processos da autarquia, seja sugerindo alterações regulatórias, junto a 80% do colegiado com o qual trabalhava meses atrás.

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

1037. O fato é que, mesmo após o período de quarentena, é possível e talvez provável que ex-diretores tenham informações privilegiadas, até mesmo em função do relacionamento que tiveram no âmbito das atividades do colegiado, que possam ser utilizadas em benefício de empresas ou instituições sob regulação.

1038. Por esses motivos, entende-se pertinente recomendar, com base no inciso II do art. 8º da lei 12.813/2013, à Comissão de Ética Pública e ao Ministério da Economia, pelo fato de a CVM ser autarquia a ele vinculado, que avaliem a extensão do prazo de quarentena para ex-diretores da CVM, de modo que seja mitigado o fato de um ex-diretor, após seis meses, poder trabalhar em instituições reguladas da CVM conquanto ainda possa ter amplo contato com o colegiado do momento. Prudente seria que houvesse normas impedindo ex-diretores de atuar em processos da CVM ou ao menos ampliando o período de quarentena após deixarem a diretoria.

Propostas para aprofundamento

1039. Inicialmente, a equipe de auditoria pretendia checar se houve casos de conflitos de interesses efetivos na atuação de ex-diretores da CVM. Contudo, devido ao escopo amplo da auditoria, que abrangeu a atividade fiscalizatória e regulatória da CVM como um todo, foi necessário restringir a análise em alguns casos, tendo a equipe optado por analisar a questão do conflito de interesses de modo abstrato, considerando o potencial ou aparente.

1040. Por essa razão, entende-se prudente recomendar à SecexEstataisRJ que avalie a conveniência e a oportunidade de realizar auditoria específica com vistas à verificação, por meio de consulta à internet e aos bancos de dados do DGI e Labcontas, cargos que diretores e presidentes da CVM ocuparam nos últimos anos, antes ou depois, em regulados da ou relacionados profissionalmente à CVM (corretoras e distribuidoras, escritórios de advocacia que atuam junto à CVM, B3, bancos de investimentos, companhias abertas, cargos importantes relacionados ao mercado de capitais), buscando eventuais casos de possíveis conflitos de interesse efetivos na atuação do colegiado.

1041. O objetivo seria verificar se há comprometimento da independência e imparcialidade da atividade fiscalizatória e sancionatória da autarquia em relação a grupos de investidores e regulados, bem como se a atividade regulatória pode estar sendo pautada por participantes do mercado (corretoras, ANBIMA, escritórios de advocacia, distribuidoras, investidores profissionais, fundos de previdência), com eventual ingerência excessiva que ocasionaria um viés em detrimento de investidores minoritários.

III.7.3. Objetos

- *Julgamentos diversos do Colegiado da CVM.*

III.7.4. Critérios

- *Lei 12.813/2013, que dispõe sobre o conflito de interesses no exercício de cargo ou emprego do Poder Executivo federal e impedimentos posteriores ao exercício do cargo ou emprego;*
- *Decreto 1.171, de 1994;*
- *Decreto 4.187/2002, que regulamenta os arts. 6º e 7º da Medida Provisória 2.225-45/2001, que dispõem sobre o impedimento de autoridades exercerem atividades ou prestarem serviços após a exoneração do cargo que ocupavam e sobre a remuneração compensatória a elas devida pela União.*

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

III.7.5. Evidências

- *Resposta aos ofícios de requisição 16-343/2019-TCU (p. 1-9 da peça 81) e ofício de requisição 18-343/2019-TCU (p. 1-3 da peça 65);*
- *Documentos coletados na internet ou site da CVM mencionados ao longo do texto.*

III.7.6. Causas

1042. Uma causa possível de ser apontada é a existência de legislação que prevê quarentena por tempo insuficiente para que haja uma desvinculação efetiva, potencial ou aparente do ex-diretor da autarquia com o colegiado que lá continua após a saída do ex-diretor.

1043. Outra causa plausível é a falta de previsão de representatividade, no colegiado da autarquia, de diretores provenientes da carreira nas áreas técnicas da CVM (superintendências e afins), o que acaba ensejando sempre a nomeação de pessoas provenientes de instituições jurisdicionadas da CVM.

1044. Por fim, há de ser reconhecido que naturalmente alguns membros do colegiado farão parte de instituições reguladas ou escritórios de advocacia que defendem acusados em processos da CVM simplesmente pelo fato de que é lá que está a expertise dessas pessoas, sendo inclusive este um dos critérios para escolha de quem vai compor o colegiado.

III.7.7. Efeitos

1045. O efeito decorrente de tal achado seria um possível comprometimento, seja efetivo, potencial ou até mesmo apenas aparente, da independência e imparcialidade da atividade fiscalizatória e sancionatória da CVM, o que repercutiria de forma negativa principalmente na questão da proteção aos minoritários e da eficiência do mercado.

1046. Ainda que se trate de efeito aparente, há impacto no sentido de que novos entrantes no mercado de capitais e acionistas minoritários de forma geral ficam receosos caso percebam que existem efetivos, potenciais ou aparentes conflitos de interesse nos julgamentos da autarquia.

1047. Sendo um conflito efetivo, poderia ocorrer sanções mais brandas que as devidas, direcionamento da agenda regulatória em prol dos regulados e consequente desconfiança generalizada no mercado de capitais.

III.7.8. Proposta de encaminhamento

1048. Diante do exposto, propõe-se:

1048.1. Comunicar ao Ministério da Economia sobre o conflito de interesses, efetivo, potencial ou aparente, na atuação de diretores e ex-diretores na CVM e em instituições ligadas ao mercado de capitais.

1048.2. Recomendar, com base no inciso II do art. 8º da lei 12.813/2013, à Comissão de Ética Pública, e ao Ministério da Economia, pelo fato de a CVM ser autarquia a ele vinculado, que avaliem a conveniência de proporem mudança legislativa à Casa Civil, no sentido da extensão do prazo de quarentena para ex-diretores da CVM, de modo que seja mitigado o fato de um ex-diretor, após seis meses, poder trabalhar em instituições reguladas da CVM conquanto ainda possa ter amplo contato com o colegiado do momento. Prudente seria que houvesse normas impedindo ex-diretores de atuar em processos da CVM ou ao menos ampliando o período de quarentena após deixarem a diretoria.

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

1048.3. Recomendar ao Ministro da Economia, na condição da autoridade que indica pessoas à diretoria da CVM, que parte da diretoria seja proveniente das superintendências finalísticas da CVM, de modo a mitigar o viés pró-regulado que pode ocorrer caso todos os diretores sejam provenientes de instituições reguladas por aquela autarquia (CVM), e aumentar participação de pessoas com foco na proteção dos investidores minoritários.

III.7.9. Comentários dos Gestores

1049. As duas primeiras propostas de recomendação foram submetidas à CVM e ao Ministério da Economia, cujos comentários são transcritos abaixo:

> ***XV - COMENTÁRIOS À PROPOSTA DE RECOMENDAÇÃO "Item 40, a"***
> *Item 40, a) Recomendar, com fundamento no art. 43, inciso I, da Lei 8.443/1992, combinado com o art. 250, inciso III, do Regimento Interno do Tribunal de Contas da União (RITCU), com base no inciso II do art. 8o da lei 12.813/2013, à Comissão de Ética Pública, e ao Ministério da Economia, pelo fato de a CVM ser autarquia a ele vinculado, que avaliem a conveniência de proporem mudança legislativa à Casa Civil, no sentido da extensão do prazo de quarentena para ex-diretores da CVM, de modo que seja mitigado o fato de um ex-diretor, após seis meses, poder trabalhar em instituições reguladas da CVM conquanto ainda possa ter amplo contato com o colegiado do momento. Prudente seria que houvesse normas impedindo ex-diretores de atuar em processos da CVM ou ao menos ampliando o período de quarentena após deixarem a diretoria.*
> *1. Embora se trate de recomendação exarada à Comissão de Ética Pública (CEP) e ao Ministério da Economia (ME), entende esta Autarquia pertinente tecer algumas considerações sobre o assunto. Nesse sentido, é válido assinalar que a norma que rege o período de quarentena ao qual são submetidos presidentes e diretores desta Comissão - a Lei nº 12.813/13 - é igualmente aplicável aos ocupantes dos cargos e empregos (i) de Ministro de Estado; (ii) de natureza especial ou equivalentes; (iii) de presidentes, vice-presidentes e diretores, ou equivalentes, de demais autarquias, fundações públicas, empresas públicas ou sociedades de economia mista; e (iv) do Grupo-Direção e Assessoramento Superiores – DAS, níveis 6 e 5 ou equivalentes (art. 2º do referido diploma).*
> *2. Dessa forma, nos parece que, caso se entenda pertinente o encaminhamento de proposta legislativa conforme recomendado por esse d. Tribunal, o assunto deva ser avaliado no âmbito de uma análise mais ampla, que contemple a totalidade dos órgãos e cargos atualmente alcançados pela Lei nº 12.813/13, incluindo outras autarquias e órgãos reguladores igualmente vinculados ao ME e sujeitos aos mesmos riscos de potenciais conflitos de interesse, a fim de que se mantenha um tratamento uniforme aos diversos titulares de funções públicas e se evite a introdução de desincentivos dirigidos a instituições específicas, que, de outro modo, poderiam resultar em um menor número de interessados em ocupar tais funções.*
> *3. Não menos importante, a preocupação com a alegada possibilidade de atuação de um ex-Diretor com suposto "amplo contato com o Colegiado do momento" desconsidera que os membros do Colegiado sempre estarão sujeitos a um regime disciplinar que ensejará sua responsabilização por qualquer interação indevida com representantes de interesses de regulados, sejam tais representantes ex-integrantes do Colegiado ou não. Há que se presumir que tal regime disciplinar seja efetivo e represente desincentivo suficiente para afastar a preocupação vislumbrada por esse d. Tribunal.*
> *4. Além disso, a nosso ver, uma análise dessa natureza também deveria considerar os impactos de potencial extensão do período de quarentena no orçamento público, tendo em vista que a ampliação do período de impedimento implicaria, por consequência, o prolongamento do número de meses em que antigos servidores e agentes públicos, referidos no art. 2º da Lei nº 12.813/13, fariam jus às suas remunerações compensatórias, sem que houvesse uma contrapartida direta para a Administração Pública. Válido registrar que, no regime atual, a lei prevê inclusive, em seu art. 8º, inciso VI, a possibilidade de a CEP, conforme o caso, dispensar o período de impedimento estabelecido no art. 6º, inciso II, da Lei nº 12.813/13.*

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

5. No que se refere especificamente à atuação de ex-diretores da CVM em processos desta Autarquia, o registro histórico não autoriza o entendimento no sentido de que a eventual remanescência [sic] de contato com membros do Colegiado enseje favorecimentos de qualquer sorte. Nesse sentido, a análise consolidada do histórico de julgamentos desta Comissão aponta para a ampla preponderância de condenações em períodos recentes, sendo certo que ao longo dos últimos oito anos, apenas em 2012 as absolvições superaram as condenações, conforme indicado no Relatório de Atividade Sancionadora da CVM referente ao 2º trimestre de 2020 e reproduzido na tabela abaixo:

Tabela 9: Quantidade de acusados por tipo de decisão

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Advertidos	10	37	16	20	12	7	31	44	11
Multados	108	132	90	100	155	107	249	226	73
Suspensos	0	1	0	1	0	1	5	1	2
Inabilitados	5	11	5	9	8	9	9	18	8
Proibidos	0	0	0	0	0	0	13	21	2
Extinção da punibilidade								11	0
Absolvidos	176	102	35	82	67	51	140	138	31
Total de sancionados	123	182	113	139	198	128	307	310	96

6. Especificamente em relação às "diferenças significativas no número de processos que continham referência aos nomes dos membros dos colegiados" com "determinados membros (que) possuíam três, quatro ou cinco vezes mais processos do que outros", mencionada no parágrafo 85 da solicitação, é preciso registrar que, ao privilegiar nomeações técnicas para a composição do Colegiado da CVM, é natural que sejam indicadas pessoas com algum histórico de atuação no mercado de capitais. Assim, tendo em vista a área de atuação e especialização dos membros do Colegiado, parece-nos coerente o fato de alguns deles voltarem a exercer atividades relacionadas a esta Autarquia após o término do mandato e do período de quarentena.

7. Ocorre que, como alguns dos antigos membros do Colegiado possuem formação jurídica (e outros, não), é comum que, após o período de impedimento, tais membros voltem a exercer a advocacia privada, atuando em processos administrativos perante a CVM, diferentemente do que acontece com ex-diretores e ex-presidentes com outros tipos de formação. Tal constatação, a nosso ver, poderia explicar as "diferenças significativas" apontadas por esse d. Tribunal.

8. Por fim, cumpre assinalar a inexistência de registros de apuração interna que aponte qualquer tipo de influência exercida por antigos diretores ou presidentes no desempenho das funções e missões da CVM. Deste modo, na visão desta Autarquia, não se trata de recomendação que mereça ser acolhida e justifique o empenho de esforços da CEP e do ME frente a outras demandas legislativas de maior impacto e necessidade comprovada.

Comentários do Ministério da Economia (peça 89, p. 1 e 2)

No que diz respeito à primeira recomendação, ressalta-se que a extensão do prazo de quarentena para ex-diretores da CVM é medida que não poderia ser feita fora do contexto de uma revisão geral do prazo de quarentena aplicável a todas as autoridades mencionadas no art. 2° da Lei 12.813/2013. Isso porque, em termos de equidade, não faria sentido exigir apenas seis meses de quarentena, por exemplo, do Ministro da Economia ou do Secretário Especial de Fazenda, e exigir um prazo maior para ex-diretores da CVM. Como cediço, todas as autoridades enquadradas no referido dispositivo legal dispõem igualmente de acesso a informações privilegiadas capazes de trazer vantagem econômica ou financeira para o agente público. Nesse sentido, a discussão sobre o prazo de quarentena ideal, em que pese seja bastante meritória, precisa levar em consideração o impacto fiscal de uma reforma ampla. O direito dos agentes públicos à remuneração compensatória durante o período de quarentena é assegurado pelo art. 7° da Medida Provisória n° 2.245-45/01. Sendo assim, eventual propositura legislativa que visasse expandir o prazo de quarentena provavelmente acarretaria aumento de despesa e, portanto, seria enquadrada no regime do art. 114 da Lei 13.898/2020 (Lei de Diretrizes Orçamentárias), do arts. 16 e 17 da LC 101/2000 e do art. 113 do ADCT. Ademais, vale ressaltar que por envolver cargos presentes em todo o Poder Executivo, tal discussão não deveria ser restrita ao Ministério da Economia. Adicionalmente, ressalta-se a importância de as medidas adotadas pelo Poder Executivo não representarem pressão adicional às

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

contas públicas. Por fim, considerando as medidas de combate à pandemia de COVID-19 e o cenário de crescimento econômico, o déficit primário para o setor público consolidado neste ano encaminha-se para um recorde histórico e deve resultar em endividamento público em torno de 98% do PIB em 2020, o que representa nível bastante elevado em relação aos demais países emergentes.

XVI - COMENTÁRIOS da CVM À PROPOSTA DE RECOMENDAÇÃO "Item 40, b"

Item 40, b) Recomendar, com fundamento no art. 43, inciso I, da Lei 8.443/1992, combinado com o art. 250, inciso III, do Regimento Interno do Tribunal de Contas da União (RITCU), ao Ministro da Economia, na condição da autoridade que indica pessoas à diretoria da CVM, que parte da diretoria seja proveniente das superintendências finalísticas da CVM, de modo a mitigar o viés pró-regulado que pode ocorrer caso todos os diretores sejam provenientes de instituições reguladas por aquela autarquia (CVM), e aumentar participação de pessoas com foco na proteção dos investidores minoritários.

1. Embora se trate de recomendação dirigida ao Ministro da Economia, por ser questão atinente à organização desta Autarquia, considera-se oportuno compartilhar os comentários a seguir.

2. A recomendação proposta, com a devida vênia, parte de uma premissa equivocada de que diretores oriundos da iniciativa privada poderiam apresentar um viés pró-regulado. Diante disso, esse d. Tribunal sugere que se privilegiem as nomeações de membros das superintendências finalísticas da CVM, pressupondo que estes incentivariam uma atuação com maior foco na proteção dos investidores minoritários.

3. Ora, em primeiro lugar, não nos parece que a atuação dos membros do Colegiado da CVM deva se pautar por viés específico, seja ele pró-controlador ou pró-minoritário. Afinal, espera-se dos integrantes do Colegiado que ajam com absoluta imparcialidade e tecnicidade ao examinar os casos submetidos à sua apreciação, especialmente no contexto de julgamentos de processos administrativos sancionadores, que podem resultar na imposição de multas pecuniárias ou restritivas de direitos aos acusados.

4. Foi justamente em favor desta imparcialidade que, ao longo dos anos (a partir da edição da Deliberação CVM nº 457/2002 e, posteriormente, com a Deliberação CVM nº 538/2008 e a Instrução CVM nº 607/2019), a CVM passou a segregar, de forma mais rígida, suas funções acusatória e julgadora, com o intuito de (i) explicitar a autonomia das Superintendências ou Comissões de Inquérito no exercício de suas funções acusatórias; e (ii) fortalecer a imparcialidade nos julgamentos desta Autarquia – pois, um desenho institucional que preserva a segregação dessas atividades evita que o Colegiado seja instado a se manifestar e formar prejulgamentos sobre questões que, ao final, poderá vir a julgar.

5. Ou seja, a recomendação, nos termos em que foi proposta por esse d. Tribunal, data venia, vai na contramão das medidas adotadas por esta Autarquia para preservar a imparcialidade de seu Colegiado, especialmente, no julgamento de processos administrativos sancionadores.

6. Em segundo lugar, como já informado em relação à recomendação 112.12, o próprio histórico de julgamentos da CVM explicita a ausência de elementos que indiquem a presença de qualquer viés (sobretudo pró-controlador) na apreciação dos casos levados à deliberação do Colegiado. Na realidade, nos últimos oito anos, as absolvições superaram as condenações apenas em 2012, sendo válido destacar que desde 2014 a CVM passou inclusive a acompanhar a efetividade de suas acusações a partir de indicador próprio, o qual computa todos os processos em que houve absolvição unânime - o que poderia sinalizar deficiências na peça acusatória.

7. Em terceiro lugar, ainda que o número total de absolvições ou condenações por um determinado julgador não defina um viés específico, os dados acima demonstram que as decisões desta Autarquia partem, na realidade, do livre convencimento individual de cada membro do Colegiado em relação aos fatos narrados e aos argumentos jurídicos suscitados pelos acusados e pela acusação. Aliás, a própria previsão de deliberação colegiada, por si só, mitiga os riscos de eventuais vieses individuais que poderiam resultar em atuações em potencial conflito.

8. Neste sentido, é comum que órgãos reguladores tenham previsão de composição técnica de seus colegiados, mas não exijam um número mínimo de membros provenientes do próprio regulador – é o que ocorre, por exemplo, com o CADE (art. 6º da Lei nº 12.529/11), o Banco Central do Brasil (art. 5º do Regimento Interno do Banco Central do Brasil), a Previc (art. 4º da Lei nº 12.124/09) e Superintendência de Seguros Privados - Susep (art. 5º da Resolução CNSP nº 374/2019).

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

9. De fato, o que se busca na composição de colegiados é a aptidão para o exercício da função, de forma técnica e imparcial, independentemente do cargo, sem imposições de "cotas" que ainda poderiam ter o efeito adverso de sugerir que servidores ou empregados de carreira seriam menos aptos a integrar tais órgãos, e respeitada a discricionariedade do Ministro de Estado ou Presidente da República, conforme o caso, na indicação, dentre candidatos que atendam aos requisitos de ilibada reputação e conhecimento técnico, oriundos tanto do setor público quanto do privado.
10. Cabe considerar, igualmente, que as funções dos integrantes do Colegiado não se limitam ao julgamento de processos administrativos. Com efeito, a aprovação de normas de competência da CVM, bem como outras deliberações de cunho estratégico também tocam ao Colegiado, o que reforça a importância de se assegurar maior flexibilidade ao Ministério da Economia na definição do perfil ideal de cada membro do Colegiado.
11. De toda forma, costumeiramente, ao menos um dos assentos do Colegiado da CVM é ocupado por um servidor da Autarquia, devido ao perfil técnico dos quadros desta casa. Durante todo o período analisado por esse d. Tribunal (2008 a 2018), apenas circunstancialmente - por 4 meses em 2012 e no período de janeiro de 2017 a setembro de 2018 - o Colegiado não contou com um diretor egresso de áreas finalísticas da CVM.
12. Por fim, cumpre mencionar que a proteção dos investidores de mercado de valores mobiliários compõe o mandato legal da CVM (art. 4º, inciso IV, da Lei nº 6.385/76), de modo que suas atividades são sempre direcionadas ao cumprimento desta atribuição legalmente estabelecida. Neste sentido, ao longo dos anos, a CVM vem adotando diversas medidas no sentido de promover a proteção dos investidores de mercado, seja por meio da criação de normas, seja pelos esforços empreendidos no julgamento de processos administrativos sancionadores (com o consequente enforcement da regulamentação do mercado de capitais), seja, ainda, por meio de estudos, inclusive em conjunto com o Ministério da Economia e organismos internacionais, sobre eventuais deficiências na proteção desses participantes do mercado, cujas propostas de melhorias são constantemente avaliadas pela Autarquia.
Manifestação do Ministério da Economia (peça 89, p. 2)
Em relação à segunda manifestação, o art. 6° da Lei 6.385/1976 exige que os diretores da CVM sejam pessoas de "ilibada reputação e reconhecida competência em matéria de mercado de capitais". Compete ao Presidente da República e ao Senado Federal avaliarem, em cada nomeação, a presença de tais requisitos. A conformação do quadro de diretores da autarquia, portanto, é uma opção política, sendo prerrogativa do Congresso Nacional decidir se é conveniente criar qualificações adicionais ou mesmo impor uma "reserva de mercado" para os funcionários de carreira do órgão. No exercício da supervisão ministerial, o Ministério da Economia participa da indicação dos dirigentes da entidade (art. 26, parágrafo único, "a", do Decreto-lei 200/1967), buscando selecionar, a partir de análise curricular, aqueles que melhor preencham os requisitos de reputação ilibada e de reconhecida competência em matéria de mercado de capitais. A experiência profissional dos quadros funcionais da CVM, não obstante seja um forte indicativo de competência na área, não garante por si só a indicação. A passagem por instituições reguladas não impede uma pessoa de exercer o cargo de diretor da CVM. Pelo contrário, serve como indicativo de experiência no mercado de capitais. A propósito, é interessante fazer uma comparação com o quadro de diretores da Securities and Exchange Commission (SEC), órgão regulador dos Estados Unidos que serviu de inspiração para criação da CVM. Na SEC, todos os atuais cinco diretores tiveram passagem por escritórios de advocacia privada, sendo que a maioria também já foi consultor jurídico da própria SEC (o que se explica pela flexibilidade de contratação no serviço público americano). O debate acerca do risco de viés pró-regulado precisa ser mais bem qualificado, sob pena de incorrermos em preconceitos injustificados. Eventual conclusão segura, com aptidão de ensejar uma reforma legal, necessita de um estudo qualitativo, que investigue decisões tomadas por diretores caso a caso e estabeleça alguma métrica de isenção e imparcialidade.

<u>III.7.10. Análise dos Comentários dos Gestores</u>

1050. No que concerne à extensão do prazo da quarentena, tendo em consideração o argumento de que tal prazo aplica-se igualmente aos ocupantes dos cargos e empregos (i) de Ministro de Estado; (ii) de natureza especial ou equivalentes; (iii) de presidentes, vice-presidentes e diretores, ou equivalentes, de demais autarquias, fundações públicas, empresas públicas ou sociedades de economia

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

mista; e (iv) do Grupo-Direção e Assessoramento Superiores – DAS, níveis 6 e 5 ou equivalentes (art. 2º do referido diploma), compreende-se a inadequação da proposta preliminar aos objetivos pretendidos. De fato, os custos suplantariam os benefícios, uma vez que não poderia ser feita fora do contexto de uma revisão geral do prazo de quarentena aplicável a todas as autoridades mencionadas no art. 2° da Lei 12.813/2013.

1051. Já no que diz respeito à destinação de uma parte do colegiado para os servidores públicos efetivos dos quadros técnicos da CVM, concorda-se, inteiramente, com a afirmativa de que "espera-se dos integrantes do Colegiado que ajam com absoluta imparcialidade e tecnicidade ao examinar os casos submetidos à sua apreciação, especialmente no contexto de julgamentos de processos administrativos sancionadores, que podem resultar na imposição de multas pecuniárias ou restritivas de direitos aos acusados". Com efeito, é exatamente isso que se espera de uma burocracia racional-legal, do tipo weberiana, como a que preenche os cargos efetivos da Autarquia. Por isso, enfatiza-se a pertinência da proposta preliminar.

1052. De forma semelhante, concorda-se com a eficiência da segregação de funções implementadas a partir do advento da Deliberação CVM nº 538/2008 e reforçada, recentemente, pela Instrução CVM nº 607/2019. Tais normativos internos à CVM permitiram segregar, de forma mais objetiva, as funções acusatória da julgadora, "com o intuito de (i) explicitar a autonomia das Superintendências ou Comissões de Inquérito no exercício de suas funções acusatórias; e (ii) fortalecer a imparcialidade nos julgamentos desta Autarquia – pois, um desenho institucional que preserva a segregação dessas atividades evita que o Colegiado seja instado a se manifestar e formar prejulgamentos sobre questões que, ao final, poderá vir a julgar". Com efeito, parecem constituir boa prática institucional.

1053. Não obstante as convergências de pontos de vista, discorda-se que a recomendação preliminar "vá na contramão das medidas adotadas" pela autarquia, eis que pretende reforçá-las, ante um quadro fático, reconhecido tacitamente nos comentários, que possibilita a atuação significativa de ex-diretores de formação jurídica nos processos administrativos e sancionatórios da autarquia:

1053.1. "[Como] alguns dos antigos membros do Colegiado possuem formação jurídica (e outros, não), é comum que, após o período de impedimento, tais membros voltem a exercer a advocacia privada, atuando em processos administrativos perante a CVM, diferentemente do que acontece com ex-diretores e ex-presidentes com outros tipos de formação. Tal constatação, a nosso ver, poderia explicar as "diferenças significativas" apontadas por esse d. Tribunal."

1054. As deliberações colegiadas somente podem mitigar vieses de julgamento se forem observados princípios de governança, tais quais, exemplificativamente, o respeito aos precedentes jurisprudenciais e administrativos, a observância a súmulas ou a repositórios organizados de precedentes, a formação equilibrada dos colegiados, sem a predominância de uma formação sobre as demais, a prevenção de situações de potencial conflito de interesses, entre outras.

Por exemplo, constata-se que as decisões do colegiado da CVM são tomadas em caráter ad hoc, ou seja, caso a caso. Cada caso recebe a perspectiva de um tratamento específico, como se as peculiaridades do caso concreto impedissem a observância de precedentes decisórios do próprio colegiado, inclusive, casos-paradigma, que conformariam vetores de interpretação para aplicação das normas ao caso concreto. Nesse contexto, há evidente insegurança jurídica da parte dos regulados, que, muitas vezes, precisam recorrer a escritórios de advocacia especializados em direito de valores mobiliários para sustentar sua participação processual e exercer o contraditório. A situação atual configura, por esse prisma, a necessidade de assegurar tratamento isonômico aos regulados, em respeito ao princípio constitucional da igualdade, também, por meio da definição de linhas diretrizes mais objetivas de interpretação dos vários temas regulatórios, em especial, dos mais comumente debatidos nos processos. Por isso, com finalidade essencialmente colaborativa, propor-se-á recomendação à CVM, para que sistematize e implemente vetores "jurisprudenciais" (por analogia)

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

decorrentes da análise dos julgamentos do colegiado da CVM, como medida complementar de boa governança institucional, indicada para aperfeiçoar a gestão.

1055. Na linha da proposição preliminar, os comentários aludem ao fato de que "é comum que órgãos reguladores tenham previsão de composição técnica de seus colegiados, mas não exijam um número mínimo de membros provenientes do próprio regulador – é o que ocorre, por exemplo, com o CADE (art. 6º da Lei nº 12.529/11), o Banco Central do Brasil (art. 5º do Regimento Interno do Banco Central do Brasil), a Previc (art. 4º da Lei nº 12.124/09) e Superintendência de Seguros Privados - Susep (art. 5º da Resolução CNSP nº 374/2019)".

1056. O fato que inspirou a proposta de recomendação foi a presença virtualmente nula ou esparsa de servidores de carreira (ativos) da própria autarquia no colegiado diretor. Usualmente, observa-se que o ex-servidor a integrar, eventualmente, o colegiado, passou antes por entidades do mercado, como, por exemplo, a B3. Ademais, não se formulou proposta de cota específica, mas, tão somente, de parte indefinida, a ser ponderada no âmbito de discrição da autoridade que escolhe os membros do colegiado (o Ministro da Economia). Por fim, a proposta tem ainda o mérito de pôr relevo sobre servidores que têm conhecimento do ambiente organizacional e regulatório, sem vieses de mercado.

1057. Finalmente, em que pese as considerações apresentadas pelo Ministério da Economia, em caráter preliminar, enfatiza-se que, justamente no exercício da discrição administrativa que lhe é conferida, pode o Ministro da Economia ponderar a conveniência e a oportunidade de avaliar nomes egressos dos quadros permanentes da própria autarquia federal, como meio eficaz e prático de governança institucional para equilibrar o peso das influências sobre o colegiado da CVM.

1058. Ante o exposto nesta seção do relatório, considera-se que as propostas de recomendação têm pertinência para o aperfeiçoamento das instâncias de governança da Comissão de Valores Mobiliários.

III.7.11. Proposta definitiva de encaminhamento

1059. Recomendar, com fundamento no art. 43, inciso I, da Lei 8.443/1992, combinado com o art. 250, inciso III, do Regimento Interno do Tribunal de Contas da União (RITCU), e no artigo 11 da Resolução-TCU 315, de 2020, ao Ministro da Economia, que avalie, com fulcro no princípio constitucional da impessoalidade, a oportunidade e a conveniência de indicar, para a diretoria da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), servidores efetivos provenientes dos quadros ativos das superintendências finalísticas da CVM, de modo a manter o equilíbrio na composição do Colegiado Diretor da Autarquia (itens 1050 a 1059).

1060. Recomendar à Comissão de Valores Mobiliários, com fundamento no art. 43, inciso I, da Lei 8.443/1992, combinado com o art. 250, inciso III, do Regimento Interno do Tribunal de Contas da União (RITCU), e no artigo 11 da Resolução-TCU 315, de 2020, que institua vetores decisórios objetivos pré-estabelecidos e transparentes que, observando precedentes decisórios do colegiado da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), permitam aos regulados decisões mais previsíveis aos processos administrativos daquela autarquia, em conformidade com o princípio constitucional da igualdade, insculpido no art. 37, caput, da Constituição Federal (item 1054).

III.8. Indícios de insuficiente proteção aos investidores em fundos de investimento e aos investidores no mercado de capitais.

III.8.1 Descrição do achado

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

1061. Indícios de insuficiente proteção aos investidores em fundos de investimento, titulares de valores mobiliários sob a forma de cotas de fundos de investimento, e, por consequência, dada a relevância da indústria de fundos e à interconexão entre as carteiras de ativos dos fundos e ativos financeiros, aos investidores no mercado de capitais.

<u>III.8.2 Situação encontrada</u>

1062. Em dezembro de 2019, de acordo com a CVM (Boletim de Mercado n. 75, de janeiro de 2020), havia 19.427 fundos de investimento no Brasil.

1063. A tabela a seguir foi extraída do Boletim de Fundos de Investimento presente no sítio da ANBIMA (https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/fundos-de-investimento/fundos-de-investimento.htm, acesso em 5/3/2020):

Consolidado Histórico de Fundos de Investimento

Número de Fundos (FI + FIC) por Classe ANBIMA

Dados referente ao ano — Dez/2019

Período	Renda Fixa [4]	Ações	Multimercados	Cambial	Previdência	ETF	FIDC	FIP	FII	OFF-SHORE	Total Fundos de Investimento (FI)	Total Fundos de Investimento em Cotas (FC)	Total Geral
dez-02	1.688	691	1.668	126	257	-	-	-	15	95	2.909	1.631	4.540
dez-03	1.689	626	2.004	106	259	-	7	-	14	70	2.898	1.877	4.775
dez-04	1.604	619	2.139	99	271	13	36	-	15	64	2.953	1.907	4.860
dez-05	1.742	626	1.917	81	291	33	63	-	14	58	2.829	1.996	4.825
dez-06	1.773	741	3.073	73	321	28	115	-	14	72	3.191	3.019	6.210
dez-07	1.685	1.036	4.466	65	392	14	150	-	15	69	3.586	4.306	7.892
dez-08	1.747	1.264	4.347	57	485	11	189	73	14	61	4.201	4.047	8.248
dez-09	1.855	1.397	4.498	57	571	11	223	86	10	90	4.774	4.024	8.798
dez-10	1.978	1.654	5.236	57	670	11	310	166	20	94	5.679	4.517	10.196
dez-11	2.140	1.785	5.755	55	775	19	375	368	33	100	6.673	4.732	11.405
dez-12	2.204	1.963	6.307	51	898	26	392	490	82	124	7.342	5.195	12.537
dez-13	2.240	2.129	7.025	49	1.071	24	425	593	199	127	8.070	5.812	13.882
dez-14	2.424	2.069	7.084	53	1.176	24	464	683	221	134	8.565	5.767	14.332
dez-15	2.541	1.898	7.042	55	1.287	13	553	770	245	133	8.884	5.653	14.537
dez-16	2.539	1.755	7.317	58	1.376	15	582	830	273	128	9.280	5.593	14.873
dez-17	2.508	1.851	7.899	56	1.521	15	720	877	306	117	9.678	6.192	15.870
dez-18	2.435	2.012	8.584	56	1.689	16	894	957	368	118	10.252	6.877	17.129
dez-19	2.557	2.339	9.500	56	2.017	21	1.052	1.074	430	119	11.212	7.953	19.165

4. Para períodos anteriores a outubro/15, a Classe ANBIMA Renda Fixa considera as Categorias Renda Fixa, Referenciado DI e Curto Prazo.

1064. O crescimento da indústria de fundos de investimento brasileira é consistente e expressivo, conforme tabela abaixo, extraída da ANBIMA, permite compreender:

Período	Total Fundos de Investimento (FI)	Total Fundos de Investimento em Cotas (FC)	Total Geral
dez-02	2.909	1.631	4.540
dez-03	2.898	1.877	4.775
dez-04	2.953	1.907	4.860
dez-05	2.829	1.996	4.825
dez-06	3.191	3.019	6.210
dez-07	3.586	4.306	7.892
dez-08	4.201	4.047	8.248
dez-09	4.774	4.024	8.798
dez-10	5.679	4.517	10.196
dez-11	6.673	4.732	11.405

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

Período	Total Fundos de Investimento (FI)	Total Fundos de Investimento em Cotas (FC)	Total Geral
dez-12	7.342	5.195	12.537
dez-13	8.070	5.812	13.882
dez-14	8.565	5.767	14.332
dez-15	8.884	5.653	14.537
dez-16	9.280	5.593	14.873
dez-17	9.678	6.192	15.870
dez-18	10.252	6.877	17.129
dez-19	11.212	7.953	19.165

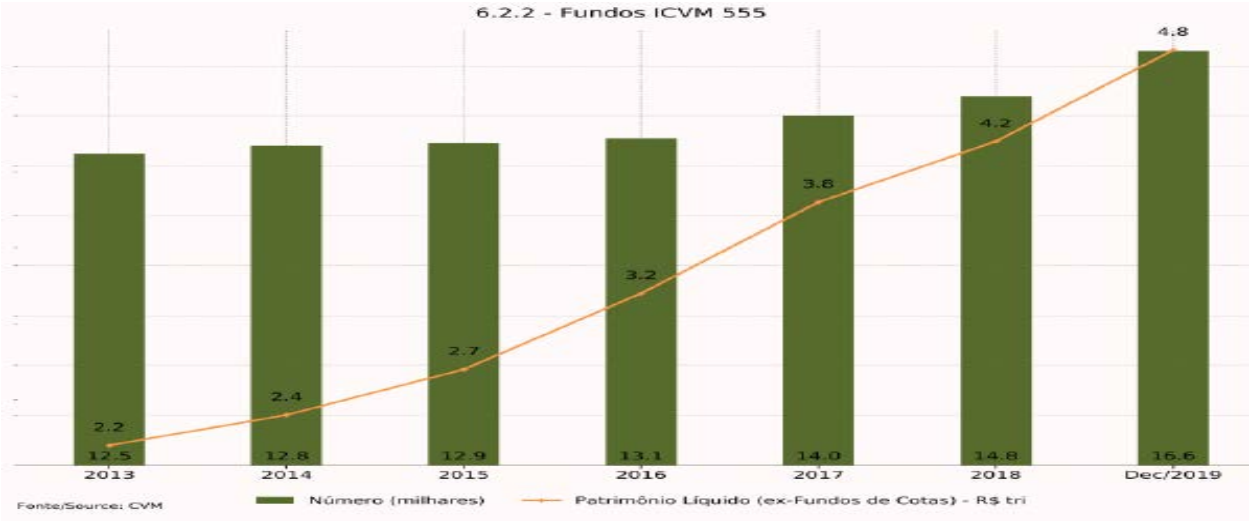
Fonte: ANBIMA

1065. Nos últimos dois anos, mais de 1.500 fundos foram criados por ano. Ao fim de 2018, por exemplo, havia, de acordo com a autarquia, 17.718 fundos de investimento. Considerando-se a diferença entre o número de fundos existentes entre o final dos anos de 2018 e 2019, constata-se a criação de 1.709 fundos durante o ano de 2019.

	2017	2018	2019
Nº de Fundos de Investimento	16.182	17.718	19.427
Crescimento anual no número	1.246	1.536	1.709

Fonte: CVM, Boletim de Mercado 75, de janeiro de 2020.

1066. O patrimônio líquido dos 16,6 mil fundos de investimento regulados pela Instrução CVM n. 555/2014 (ICVM 555) atingiu o montante de R$ 4,8 trilhões em dezembro de 2019. O gráfico abaixo reproduz aquele contido no Boletim de Mercado CVM n. 75, de janeiro de 2020:



1067. Aos fundos regulados pela Instrução CVM n. 555/2014, com alterações posteriores, há que se somar os fundos regulados por outras normas, como, por exemplo, os fundos de investimento em participações (FIP), os fundos de investimento imobiliário (FII), os fundos de investimento em direitos creditórios (FIDC), seus respectivos fundos de investimento em cotas, além de outros. Em dezembro de

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

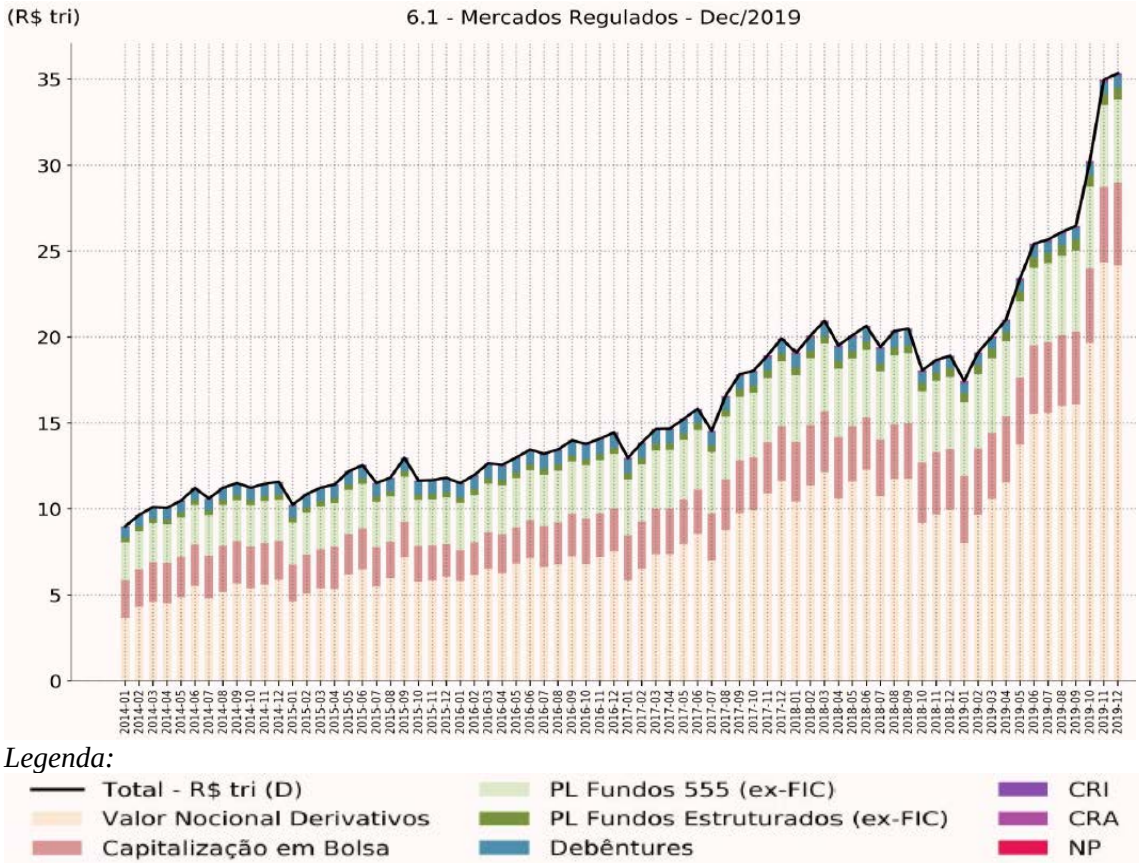
2019, segundo a ANBIMA, existiam 2.556 desses três fundos, sem contar os respectivos fundos de cotas em FIP, em FII e em FIDC.

1068. No que concerne aos fundos de investimento em cotas de (outros) fundos de investimento (FICFI), havia, em dezembro de 2019, segundo a ANBIMA, 8.120 desses fundos. Esse número representava, à data, uma participação de 41% no total de fundos da indústria. (Observação: O total de fundos existentes em dezembro de 2019, para a ANBIMA, era de 19.383 fundos).

1069. Embora não se possa precisar exatamente quantas pessoas naturais e jurídicas sejam titulares de cotas desses fundos de investimento, a ANBIMA informa que existiam 20,9 milhões de contas associadas aos fundos de investimento, em dezembro de 2019.

1070. Nessa mesma data de referência, contudo, a CVM informou existirem 19.427 fundos de investimento, no total, incluindo os fundos de investimento em cotas de fundos de investimento, em dezembro de 2019.

1071. Segundo a CVM, o patrimônio líquido dos fundos de investimento, exceto dos fundos de investimento em cotas de fundos de investimento, atingiu aproximadamente R$ 5,45 trilhões em dezembro de 2019. (A ANBIMA usou um número muito próximo, de R$ 5,446 trilhões). Observa-se, pelo gráfico abaixo, que o estoque financeiro investido nos fundos de investimento é maior do que o valor de mercado das companhias abertas no Brasil (R$ 4,8 trilhões, em dezembro de 2019, i.e., na mesma data de referência).



Fontes: B3 e CVM.

1072. Para que se tenha uma ideia da materialidade da indústria de fundos como um todo, a esse montante dever-se-ia somar o montante entregue pelos investidores aos administradores de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento (FICFI), que, segundo a ANBIMA, atingiu o valor de R$ 3,127 trilhões, a valores de dezembro de 2019.

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

1073. O número de cotistas, em setembro de 2018, segundo a CVM, era de 10,6 milhões de cotistas, enquanto que o número de cotistas dos fundos de investimento tradicionais ("de varejo", "de prateleira", conhecidos internacionalmente como open-ended funds), quais fossem, de renda fixa, multimercados, de ações e cambiais, era de 2,1 milhões. Ou seja, o número de investidores em fundos de cotas (FICFI) era cinco vezes superior ao número de investidores em fundos de investimento (FI). Consequentemente, do ponto de vista do cumprimento do mandato legal de proteção dos investidores, a supervisão e a fiscalização dos fundos de cotas não devem falhar.

1074. O inter-relacionamento entre os fundos de investimento e os fundos de investimento em cotas de outros fundos provoca perplexidades. Quando se somam os patrimônios dos fundos de investimento com os patrimônios dos fundos de cotas, chega-se ao montante de R$ 8,6 trilhões em dezembro de 2019. Nada obstante, é necessário que se exclua do cálculo do patrimônio líquido da indústria o total do patrimônio líquido dos FICFI, sob pena de se incidir em dupla contagem.

1075. No entanto, considerando-se o fato de que os fundos são entidades autônomas, independentes um do outro, com patrimônios juridicamente independentes, os administradores de fundos no mercado de valores mobiliários têm a responsabilidade fiduciária sobre um montante total de R$ 8,6 trilhões, aproximadamente. Entretanto, considerando-se que há fundos que aplicam os recursos recebidos dos investidores (cotistas) em cotas de outros fundos de investimento, a fim de se evitar a dupla contagem, faz-se novamente a ressalva de que o patrimônio líquido reduz-se a R$ 5,6 trilhões, aproximadamente.

1076. Ademais, há um grau de dificuldade a mais a considerar. Em virtude dos entrelaçamentos existentes entre os fundos de investimento (aqui, não se está referindo aos fundos de cotas), que podem investir até 20% dos seus recursos em cotas de outros fundos de investimento (não-FICFI), havia, em setembro de 2019 (última informação disponibilizada pela CVM), R$ 443,4 bilhões de cotas de fundos nas carteiras de ativos dos fundos de investimento (FI) da base do sistema.

1077. De fato, o entrelaçamento entre os fundos abrange ainda aqueles fundos, como os fundos classificados como multimercados, que têm parte de seus ativos aplicados em cotas de outros fundos de investimento. Com efeito, como regra geral, aplicável aos fundos de investimento pela Instrução CVM 555/2014, os fundos podem aplicar até 20% (vinte por cento) do patrimônio líquido do fundo, para o conjunto dos seguintes ativos:

a) cotas de fundos de investimento registrados com base nesta Instrução;

b) cotas de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento registrados com base nesta Instrução;

d) cotas de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento destinados exclusivamente a investidores qualificados registrados com base nesta Instrução;

e) cotas de Fundos de Investimento Imobiliário – FII;

f) cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios – FIDC;

g) cotas de Fundos de Investimento em Fundos de Investimento em Direitos Creditórios – FIC- FIDC.

1078. Além disso, os fundos de renda fixa e os fundos multimercados podem investir até o limite de 20% (vinte por cento) do patrimônio líquido do fundo em cotas de Fundo de Investimento Imobiliário (FIP), desde que seus respectivos regulamentos prevejam tal possibilidade.

1079. O número de entrelaçamentos entre os fundos de investimento é várias vezes superior ao número de fundos existentes (cerca de dezenove mil fundos).

1080. Em setembro de 2018, havia 84.609 relações entre fundo investidor e fundo investido, de acordo com planilha entregue pela CVM em resposta a um item de ofício de requisição. No total, o valor de mercado desses investimentos em cotas de outros fundos de investimento somava aproximadamente R$ 2,8 trilhões, a valores de setembro de 2018.

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

1081. Constata-se, assim, que há vínculos materialmente relevantes entre as carteiras dos mais de 11 mil fundos de investimento, excluindo os fundos de cotas, operando no Brasil.

1082. Os fundos são condomínios em regime especial, regulados pelas normas expedidas pela CVM (geralmente, instruções). A rigor, são entes jurídicos despersonalizados, que representam uma comunhão de recursos sob a gestão fiduciária de um administrador. Consequentemente, a responsabilidade judicial e extrajudicial recai sobre a figura do administrador do fundo. Esse pode contratar um terceiro, que, eventualmente, prestará serviços e desempenhará o papel de gestor da carteira de valores mobiliários do fundo.

1083. Segundo a CVM, havia, em dezembro de 2019, 3.475 administradores de carteiras de valores mobiliários no Brasil, pessoas jurídicas e naturais, sujeitos à autoridade reguladora da autarquia. Ambos, fundos e administradores, requerem supervisão. Esses intermediários desempenham papéis cruciais no mercado de valores mobiliários. Por essa razão crítica, organizações internacionais apontaram a importância da prevenção de riscos estruturais, sistêmicos, encontrados na atividade de asset management (administração terceirizada de ativos). Um exemplo de tal diagnóstico foi formulado pela organização internacional das comissões de valores mobiliários, International Organization of Securities Commissions (IOSCO) –, nas palavras a seguir reproduzidas (peça 60, itens não-digitalizáveis):

> *Securities regulators should have mechanisms to address, or contribute to addressing, crisis situations consistent with their jurisdictional, legal and regulatory framework, having due regard to the costs and benefits of relevant actions. It is in that wider context that IOSCO has contributed to the work of the FSB in developing recommendations to address "structural" vulnerabilities from asset management activities.*

1084. A ênfase na questão das vulnerabilidades estruturais associadas aos administradores de recursos de terceiros também constou de relatório contemporâneo publicado pelo comitê de estabilidade financeira, Financial Stability Board (FSB), datado de abril de 2017 (peça 60, itens não-digitalizáveis):

> *Peer Review of Brazil – Review Report, Financial Stability Board (FSB), 19 April 2017, p. 30:*
> *Investment funds have been the focus of recent FSB work, with the objective of assessing and addressing potential financial stability risks from structural vulnerabilities associated with asset management activities. This work was undertaken partly in recognition of the significant growth in the worldwide asset management sector over the past decade. (According to the FSB's "Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities" - January 2017*, global assets under management rose from US$53.6 trillion in 2005 to US$76.7 trillion in 2015, equating to 40% of global financial system assets).*
> *The trend towards greater market-based intermediation through asset management entities should enhance the efficiency, and contribute to the overall resilience, of the financial system by producing new sources of credit and investment, promoting international flows of capital, reducing reliance on bank funding and increasing competition in the financial system. Moreover, evidence suggests that most open-ended funds have been generally resilient. At the same time, it is important to ensure that any financial stability risks associated with the asset management sector are properly understood and addressed.*
> ** Disponível em http://www.fsb.org/2017/01/policy-recommendations-to-address- structural-vulnerabilities-from-asset-management-activities/*

1085. Coincidentemente, a importância relativa dos recursos administrados por terceiros, de que são exemplo paradigmático os fundos de investimento, é expressiva também no Brasil. Em termos de estoques, por exemplo, o valor investido nos fundos de investimento suplanta o valor de mercado das companhias abertas brasileiras.

1086. Neste ponto, cabe observar que as estatísticas da reguladora do mercado, a CVM, diferem daquelas da autorreguladora, a ANBIMA, o que denota a complexidade do tema da consolidação dos

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

números de quase vinte mil fundos de investimento autônomos. Para a ANBIMA, os recursos sob administração dos fundos atingem R$ 8,5 trilhões, divididos segundo os montantes abaixo:

Consolidado Histórico de Fundos de Investimento

Patrimônio Líquido - Total Geral

Dados em R$ milhões referente último dia útil do período **Dez/2019**

Período	FUNDOS DE INVESTIMENTO				FUNDOS EM COTAS			
	PL		Variação % do PL		PL		Variação % do PL	
	Em R$ milhões correntes (1)	Em R$ milhões constantes (2)	Em moeda corrente	Em moeda constante	Em R$ milhões correntes (1)	Em R$ milhões constantes (2)	Em moeda corrente	Em moeda constante
dez-08	1.126.616,9	2.048.097,3	-2,95	-12,72	575.020,4	1.045.340,0	-6,79	-16,18
dez-09	1.403.649,9	2.597.489,1	24,59	26,82	677.421,5	1.253.585,3	17,81	19,92
dez-10	1.671.906,8	2.793.279,5	19,11	7,54	792.365,1	1.323.816,2	16,97	5,60
dez-11	1.942.837,7	3.074.362,6	16,20	10,06	906.055,3	1.433.749,4	14,35	8,30
dez-12	2.272.338,4	3.353.279,5	16,96	9,07	1.102.118,0	1.626.390,6	21,64	13,44
dez-13	2.471.474,0	3.457.128,3	8,76	3,10	1.206.678,7	1.687.917,1	9,49	3,78
dez-14	2.693.573,8	3.619.391,3	8,99	4,69	1.350.625,0	1.814.853,0	11,93	7,52
dez-15	2.997.295,8	3.641.095,7	11,28	0,60	1.552.676,2	1.886.181,0	14,96	3,93
dez-16	3.493.793,2	3.976.281,4	16,56	9,21	1.849.338,5	2.104.729,7	19,11	11,59
dez-17	4.151.378,2	4.740.516,6	18,82	19,22	2.269.877,4	2.592.004,7	22,74	23,15
dez-18	4.641.123,9	4.889.877,9	11,80	3,15	2.601.309,4	2.740.733,8	14,60	5,74
dez-19	5.419.482,1	5.419.482,1	16,77	10,83	3.084.138,6	3.084.138,6	18,56	12,53

1. Em moeda corrente da data.

2. Em moeda constante do último mês, deflacionado pelo IGP-DI.

A Superintendência Finalística Responsável

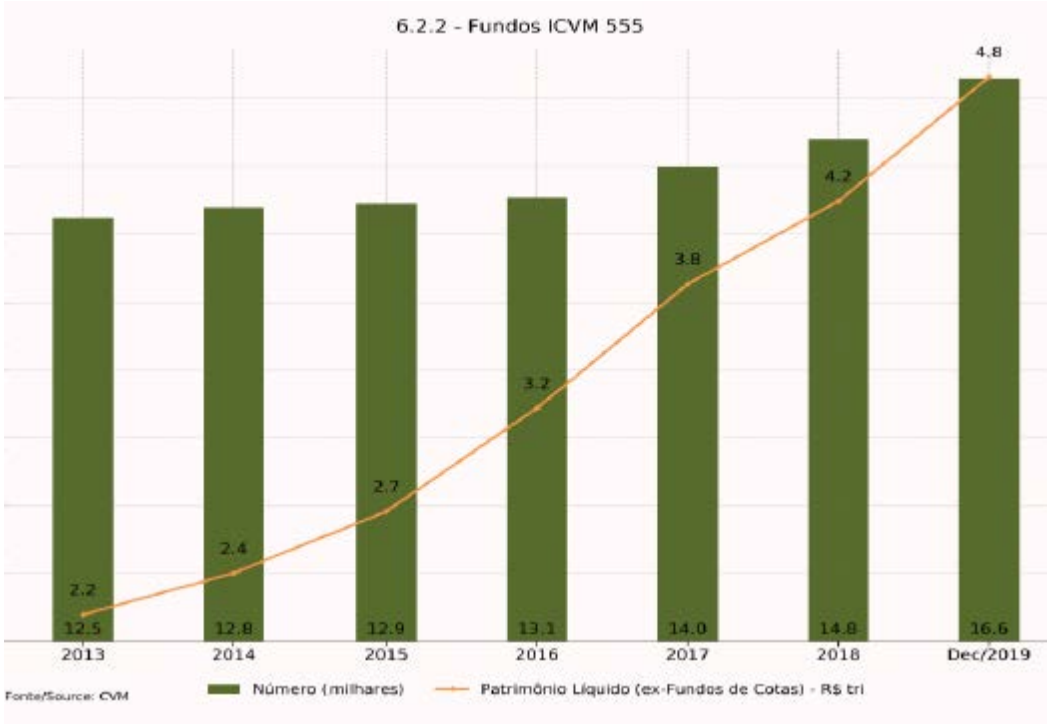
1087. A CVM realiza a supervisão e fiscalização de fundos de investimento regulados pela Instrução CVM nº 555/14 (fundos ICVM 555), bem como de fundos de investimento estruturados, através da Superintendência de Relações com Investidores Institucionais – SIN. Em outras palavras, no âmbito interno da organização (CVM), a supervisão sobre o universo dos (19.427) fundos de investimento foi atribuída à Superintendência de Relações com Investidores Institucionais (SIN).

1088. De acordo com resposta fornecida à equipe de auditoria, a SIN contava com pouco mais de trinta servidores qualificados para a supervisão sobre os fundos. (A SIN contava com um quantitativo de 29 analistas e quatro inspetores, no segundo semestre de 2018).

1089. Na divisão interna de papéis, cabe à Gerência de Acompanhamento de Fundos (GIFI), uma das cinco gerências subordinadas à SIN, o acompanhamento dos fundos regulados pela Instrução CVM n. 555/2014. Aproximadamente, seis servidores cuidavam dos 16,6 mil fundos regulados pela Instrução CVM n. 555/2014 (ICVM 555), além dos fundos mútuos de privatização – FGTS regulados pela Instrução CVM n. 279 (ICVM 279) e dos clubes de investimento, outro tipo de entidade jurisdicionada, regulada pela Instrução CVM n. 494 (ICVM 494). O patrimônio líquido dos fundos 555, excluídos os fundos de cotas (FICFI), era de R$ 4,8 trilhões, em dezembro de 2019.

1090. O gráfico abaixo reproduz informação contida no Boletim de Mercado CVM n. 75, de janeiro de 2020:

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.



1091. A equipe da Divisão de Fundos Listados e Participações (DLIP) ficou responsável pela supervisão dos fundos de investimento imobiliário (FII), dos fundos de investimento em participações (FIP), seus respectivos fundos de investimento em cotas, além dos fundos de índice (ETF).

1092. A equipe de outra gerência, denominada de Gerência de Investimentos Estruturados, cuidava dos fundos de investimento em direitos creditórios (FIDC), seus respectivos fundos de investimento em cotas, dos valores mobiliários resultantes de processos de securitização, como os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI) e Certificados de Recebíveis do Agronegócio (CRA), do fundo de investimento do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FI-FGTS), dos fundos de investimento no audiovisual, i.e., na indústria cinematográfica nacional (FUNCINE) e das agências classificadoras de risco.

1093. A SIN possui também outra gerência, a Gerência de Acompanhamento de Investidores Institucionais (GAIN), que supervisiona participantes residentes no estrangeiro no mercado brasileiro de valores mobiliários (investidores não-residentes, que, segundo a CVM, eram 18.244, em dezembro de 2019) ou agentes de mercado relacionados à administração, análise e consultoria de valores mobiliários (administradores de carteira, analistas de valores mobiliários e consultores de valores mobiliários, que eram 3.561 administradores de carteira, em dezembro de 2019, de acordo com dados constantes do Boletim de Mercado CVM n. 75, de janeiro de 2020, mais 1.388 analistas de valores

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

mobiliários e 1.550 consultores, de acordo com dados disponíveis para download no sítio da autarquia na internet).

1094. A correspondência entre os meios e os fins compõe o contexto operacional, ou melhor, a relação ou a proporção entre o universo de regulados, as atividades eleitas pela própria autarquia para supervisão e o quadro de servidores. No que tange às atividades eleitas pela própria autarquia, passar-se-á à análise da supervisão por iniciativa da CVM, que coexiste com aquelas provocadas por demandas externas, como, por exemplo, as denúncias captadas através da Ouvidoria da entidade.

A Evolução da Supervisão Baseada em Risco (SBR)

1095. Conforme se relatou acima, a CVM adotou, a partir de 2009, por determinação do Conselho Monetário Nacional (CMN), a Supervisão Baseada em Risco (SBR) para nortear a eleição dos focos prioritários das supervisões ou fiscalizações por iniciativa própria. A SBR toma a forma de planos bienais, que passam por avaliações periódicas.

1096. Desde a primeira edição da SBR, que tomou a forma do plano bienal 2009 – 2010, a autarquia elegeu a área de fundos de investimento entre outras – empresas, intermediários e autorreguladores – que deveriam ser objeto de atenção regulatória.

1097. Desse modo, a área de supervisão sobre os fundos de investimento elencou duas grandes ações gerais e seus respectivos resultados esperados:

> *Plano Bienal de Supervisão Baseada em Risco (SBR) 2009 – 2010, p. 31:*
> *a) Acompanhamento das informações divulgadas sobre os fundos de investimento, de forma a possibilitar o desenvolvimento de um ambiente de confiança por parte dos investidores nesse mercado, em decorrência do recebimento e do acesso a informações adequadas, possibilitando decisões conscientes e bem informadas;*
> *b) Acompanhamento da administração e da gestão dos fundos de investimento, de forma a promover o desenvolvimento de um ambiente de credibilidade nesse mercado, através de uma gestão que enfatize a capacitação técnica, a postura diligente, independente e transparente dos profissionais envolvidos.*

1098. A primeira ação geral tinha por foco o mandato legal de assegurar o acesso à informação adequada, isto é, o aspecto informacional. Os riscos antevistos pela autarquia ao alcance dos resultados esperados tinham, por conseguinte, esse aspecto: 1) veiculação de propaganda de fundos de investimento em desacordo com a legislação; 2) alterações e atualizações em prospectos e regulamentos de fundos em desacordo com a legislação; e 3) inadimplência na prestação de informações eventuais obrigatórias (atas de assembleia de cotistas e fatos relevantes).

1099. A segunda ação geral estava, segundo a CVM, sujeita ao risco eventual de os administradores ou os gestores de carteira deixarem de observar as regras de composição das carteiras dos fundos, falharem ao precificar os ativos integrantes dessas carteiras de ativos dos fundos, omitirem diligências necessárias antes da aquisição de ativos e omitirem-se na adoção de medidas de prevenção aos conflitos de interesse. O conjunto de ações consideradas necessárias para mitigar tais riscos era extenso e ocupou diversas páginas do plano bienal de SBR 2009 – 2010 (fls. 33 a 55). À época, segundo dados da ANBIMA (Histórico Consolidado dos Fundos de Investimento, de janeiro de 2020), já havia 8.798 fundos de investimento no Brasil. O cotejo entre o número de regulados, incluindo o de administradores e gestores de carteiras, e o extenso e minucioso programa de SBR serve de indício de que houve dificuldades de cumprir integralmente as ações de supervisão planejadas.

1100. Os planos bienais 2011 – 2012 e 2013 – 2014, embora tenham seguido a linha traçada pelo primeiro plano, introduziram aperfeiçoamentos ao programa de supervisão. A destacar a menção ao número específico de fundos que deveriam ser objeto de testes, pela equipe de supervisão responsável:

> *Plano Bienal 2013 – 2014 de Supervisão Baseada em Risco da CVM, fl. 50;*

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

Ações específicas:
Monitoramento básico:

e) Análise anual das demonstrações financeiras cujos pareceres de auditoria contenham ressalva, abstenção de opinião ou manifestação adversa.

*f) Análise mensal dos limites por emissor e por tipo de ativo, conforme estabelecido na ICVM 409, de uma **amostra aleatória de cinco fundos**.*
Ações de baixa intensidade:

5. Análise anual das demonstrações financeiras cujos pareceres de auditoria contenham ressalva, abstenção de opinião ou manifestação adversa.

*6. Análise mensal dos limites por emissor e por tipo de ativo, conforme estabelecido na ICVM 409, de uma **amostra aleatória de 10 fundos**.*
Ações de média intensidade:

7. Análise anual das demonstrações financeiras cujos pareceres de auditoria contenham ressalva, abstenção de opinião ou manifestação adversa.

*8. Análise mensal dos limites por emissor e por tipo de ativo, conforme estabelecido na ICVM 409, de uma **amostra aleatória de 20 fundos**. [Nossos grifos]*

1101. Das partes relevadas, constata-se que o esforço de supervisão preventiva é pequeno frente ao universo de regulados na indústria de fundos. Com efeito, segundo dados da ANBIMA, havia, em dezembro de 2013, 13.882 fundos de investimento no Brasil. Nesse contexto, uma amostra aleatória de 35 fundos representaria menos de um por cento do total de fundos existentes ao final de 2013 (mais especificamente, 0,25% do total de fundos). Mesmo assegurada a aleatoriedade, dificilmente uma amostra desse tamanho captaria o potencial de irregularidades eventualmente presente no universo.

1102. Preocupações com a Liquidez e a Alavancagem dos Fundos:

1103. Mais recentemente (2017 – 2018), a partir de diagnósticos formulados por organizações (organismos) internacionais – o Fundo Monetário Internacional (FMI), o comitê de estabilidade financeira, Financial Stability Board (FSB), e a organização internacional das comissões de valores mobiliários, International Organization of Securities Commissions (IOSCO) –, a CVM incluiu na sua pauta regulatória preocupações concernentes à liquidez e à alavancagem dos fundos de investimento, sem prejuízo de outras ações. Entretanto, devido à implementação recente, a supervisão sobre os temas da liquidez e da alavancagem podem ser consideradas incipientes, relativamente àquelas de cunho informacional, adotadas pela autarquia desde o início da SBR.

1104. Sucintamente, o diagnóstico enfatiza o potencial de risco sistêmico derivado de problemas de liquidez e de alavancagem nos fundos como pontos de máxima vulnerabilidade estrutural. Um exemplo de tal diagnóstico está contido no relatório emitido em abril de 2017 pelo comitê de estabilidade financeira – Financial Stability Board (FSB), com o título de revisão dos pares sobre o Brasil, cujas partes relativas ao contexto desse trabalho e dos principais achados estão transcritos abaixo (peça 60, itens não-digitalizáveis):

Peer Review of Brazil – Review Report, Financial Stability Board (FSB), 19 April 2017, p. 30: Disponível em http://www.fsb.org/2017/01/policy-recommendations-to-address- structural-vulnerabilities-from-asset-management-activities/)
Main findings (p. 6)
Significant progress has been made in recent years on the topics covered by the peer review. Brazil stands out among its FSB peers for the pioneering work it has carried out on trade reporting and its use in systemic risk monitoring. The regulatory and supervisory framework for investment funds has been strengthened, while regular monitoring of liquidity risk in the sector is underway. However, there is additional work to be done in both areas. On trade reporting, this involves intensified monitoring of any increased operational risks within private financial market infrastructure; implementing international data standards; and establishing arrangements to

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

facilitate authorities' access to trade repository-held data on a cross-border basis. ***On investment funds****, this involves defining and monitoring* ***leverage*** *on an ongoing basis; reviewing the range and functioning of* ***liquidity risk management*** *tools; and reviewing existing and contemplated bilateral agreements with an industry body so that regulatory authority for investment funds is exerted by CVM or by a self-regulatory organisation that is subject to oversight by CVM and free from conflicts of interest.*
[…]
The fourteen recommendations which the FSB has developed seek to address four potential sources of systemic risk: i. liquidity mismatch between fund investments and redemption terms and conditions for open-ended fund units; ii. leverage within investment funds; iii. operational risk and challenges in transferring investment mandates in stressed conditions; and iv. securities lending activities of asset managers and funds. Among these four "structural" vulnerabilities, the FSB has highlighted liquidity mismatch and leverage as key vulnerabilities. The FSB Recommendations for liquidity mismatch focus on open-ended funds (public and private, including exchange-traded funds (ETFs), but excluding money market funds (MMFs)). The 2018 Liquidity Recommendations, like the 2013 Liquidity Report, continue to apply to open-ended CIS as defined in footnote 2.

1105. Como vimos de destacar, ao longo da evolução da SBR sobre os fundos de investimento, o foco da supervisão recai sobre o aspecto informacional, isto é, sobre a divulgação tempestiva, pelos administradores, de informações relativas aos fundos. No entanto, a consulta às informações disponíveis no sítio da autarquia pela auditoria revela indícios de fragilidade também quanto a esse aspecto.

1106. A situação encontrada apontou a necessidade de um reforço na ênfase da supervisão sobre a integridade dos ativos componentes das carteiras (de ativos) dos fundos de investimento. Esse diagnóstico encontrou ressonância na preocupação externada pela autarquia por meio do plano bienal de SBR 2017 – 2018.

1107. Por enquanto, o foco regulatório foi dividido com aquele preconizado por organismos internacionais, qual seja, a liquidez dos fundos de investimento e a alavancagem dos fundos de investimento. Em linha com essa diretriz internacional, o risco foi definido para eventos de "falhas na gestão do risco de liquidez de Fundos 555" (Plano Bienal 2017 – 2018 de Supervisão Baseada em Risco da CVM, fls. 38). Em decorrência, foram estabelecidas duas ações de supervisão sobre liquidez dos fundos.

Relatório de Gestão da CVM, 2017, fls. 64 e 65:
Fundos de Investimento e seus Administradores e Gestores
ações referentes à checagem da avaliação de ativos – abordando pareceres de auditor, precificação de ativos e consistência de metodologia,
Além deste ponto, a análise dos relatórios referentes às DF de 15 companhias e de ***10 fundos de investimento****, que também deveriam tratar, respectivamente, das notas explicativas sobre impairment (companhias) e das notas explicativas sobre precificação ou existência de ativos (fundos) [nossos grifos].*
Relatório de Gestão da CVM, 2017, fl. 72:
Em relação às atividades desempenhadas pela SFI no exercício de 2017, merecem destaque as seguintes iniciativas:
Execução de amplo programa de inspeções de demanda com enfoque em FIP (relacionados à "Operação Greenfield" e à fundação POSTALIS), bem como nos prestadores de serviços associados a esses veículos de investimento (administradores fiduciários, gestores de carteira, custodiantes, etc.). Em virtude do número de fundos envolvidos, esta programação terá sequência no ano de 2018.
Continuidade do programa de inspeções de rotina em fundos de investimento e em seus prestadores de serviços, com foco em veículos destinados exclusivamente a Entidades Fechadas de Previdência Complementar – EFPC e Regimes Próprios de Previdência Social – RPPS, com investimentos majoritariamente direcionados para ativos de emissão privada, com baixa liquidez no mercado secundário e de difícil precificação [nosso grifo].

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

1108. As prioridades de supervisão relativamente aos fundos de investimento foram assim estabelecidas:

> ***Prioridades de Supervisão:***
> *Supervisionar a observância dos administradores de fundos de investimento às condutas previstas no art. 91* da ICVM nº 555/2014.*
> ** ICVM nº 555/2014*
> *Art. 91. O administrador e o gestor devem, conjuntamente, adotar as políticas, procedimentos e controles internos necessários para que a liquidez da carteira do fundo seja compatível com: I – os prazos previstos no regulamento para pagamento dos pedidos de resgate; e II – o cumprimento das obrigações do fundo.*
> *§ 1º As políticas, procedimentos e controles internos de que trata o caput devem levar em conta, no mínimo:*
> *I – a liquidez dos diferentes ativos financeiros do fundo;*
> *II – as obrigações do fundo, incluindo depósitos de margem esperados e outras garantias;*
> *III – os valores de resgate esperados em condições ordinárias, calculados com critérios estatísticos consistentes e verificáveis; e*
> *IV – o grau de dispersão da propriedade das cotas.*
> *§ 2º O administrador deve submeter a carteira do fundo a testes de estresse periódicos com cenários que levem em consideração, no mínimo, as movimentações do passivo, a liquidez dos ativos, as obrigações e a cotização do fundo.*
> *§ 3º A periodicidade de que trata o § 2º deste artigo deve ser adequada às características do fundo, às variações históricas dos cenários eleitos para o teste, e às condições de mercado vigentes.*
> *§ 4º Os critérios utilizados na elaboração das políticas, procedimentos e controles internos de liquidez, inclusive em cenários de estresse, devem ser consistentes e passíveis de verificação.*
> *§ 5º Caso o fundo invista em cotas de outros fundos de investimento, o administrador e o gestor, devem, em conjunto e diligentemente avaliar a liquidez do fundo investido, considerando, no mínimo:*
> *I – o volume investido;*
> *II – as regras de pagamento de resgate do fundo investido; e*
> *III – os sistemas e ferramentas de gestão de liquidez utilizados pelo administrador e gestor do fundo investido.*
> *§ 6º As disposições deste artigo não se aplicam aos fundos fechados.*
> *[...]*
> ***Ações específicas:***
> *Periodicamente, solicitar explicações dos administradores dos fundos que tiverem apresentado desenquadramento de liquidez (saídas de caixa em valores superiores ao saldo de ativos líquidos), com base nas informações diárias. Nos casos considerados prioritários, solicitar teste de estresse para análise de sua consistência e registro de metodologia.*
> ***Prioridades de Supervisão:***
> *Verificar se o fundo passaria em um teste de estresse de liquidez, conforme modelado pela CVM.*
> ***Ações específicas:***
> *Periodicamente, aplicar o teste de estresse, compartilhar o teste com o administrador do fundo que tiver apresentado o pior coeficiente e solicitar suas considerações.*
> *Por vezes serão solicitados os últimos testes de estresse realizados pelo administrador para análise de consistência e registro de metodologia.*

1109. O primeiro tema diz respeito ao gerenciamento dos riscos de liquidez dos fundos de investimento. Neste momento (primeiro trimestre de 2020), o mercado de capitais brasileiro atravessa fase de intensa e nova dinâmica, caracterizada pela migração maciça de recursos anteriormente aplicados em renda fixa para investimentos (aplicações) em renda variável.

1110. A indústria de fundos não escapou desse movimento. Efetivamente, durante o ano de 2019, ocorreu uma inversão no pólo de atração da indústria de fundos, que viu os investidores migrando da renda fixa para a renda variável. Em outras palavras, ocorre uma retirada expressiva de recursos aplicados nos fundos de renda fixa acompanhada de uma aplicação igualmente expressiva de recursos

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

nos fundos de ações. Os dados abaixo, que retratam o fato de R$ 70 bilhões terem sido resgatados dos fundos de renda fixa em 2019 e de R$ 86 bilhões terem sido captados pelos fundos de ações, ilustram o fenômeno:

Período	Renda fixa [1]	Ações
Mês	R$ milhões	R$ milhões
01	8.043,8	6.234,4
02	(7.877,5)	6.957,6
03	1.304,1	2.378,8
04	(7.264,3)	2.526,8
05	14.110,3	2.991,3
06	5.589,9	3.789,2
07	5.066,6	6.684,0
08	(7.164,7)	8.669,3
09	11.532,4	8.939,6
10	(6.402,4)	8.570,9
11	(15.971,5)	11.539,4
12	(70.271,5)	16.875,5
2019	*(69.304,8)*	*86.156,9*

1111. Esses resgates expressivos impuseram sobre os fundos de renda fixa um teste de liquidez (um teste de stress de liquidez), durante o ano de 2019. Segundo o jornal Valor Econômico, em matéria publicada na edição em papel de 17/7/2020 sob o título "Fuga da renda fixa desafia estabilidade financeira', "os fundos de renda fixa registraram resgate líquido de R$ 95 bilhões no primeiro semestre [2020], montante expressivo em termos nominais, mas ainda acanhado em termos relativos – 1,72% do patrimônio" [da indústria].

1112. Não obstante esses resgates, no nível da vertente normativa da regulação, a CVM considerou não haver motivo para revisar suas instruções. Segundo o Relatório Anual da CVM – 2018 (fl. 21), os estudos internos de impacto regulatório teriam revelado menos benefícios que malefícios do implemento normativo:

> *AIR – Gestão de liquidez em fundos: estudo de Análise de Impacto Regulatório (AIR) sobre a gestão de liquidez em fundos de investimento recomendou a manutenção do status regulatório atual, sem o acréscimo de outras ferramentas de gestão de liquidez à ICVM 555, por concluir que os benefícios não compensariam os custos de sua implementação.*

1113. Esse relatório anual da CVM destacou os seguintes pontos, relativos aos fundos de investimento:

> ***Fundos de Investimento e seus Administradores e Gestores***
> *Foram destaque das ações de supervisão:*
>
> *g) prestação de informações relacionadas ao Financial Sector Assessment Program (FSAP), encerrado recentemente pelo FMI e Banco Mundial, assim como em variadas outras frentes de assessment realizadas no ano por organismos estrangeiros (destaque para o SBEG-FSB, IOSCO e OCDE).*
>
> *h) assinatura de convênio de supervisão com a ANBIMA, que passa a operar nas seguintes frentes: i) apoio técnico na análise de pedidos de credenciamento de administradores de carteiras, pessoas físicas ou jurídicas, à CVM. Dentre outras sinergias, o processo de credenciamento passou a contar com a realização de visita técnica às dependências das pessoas jurídicas requerentes, cujos resultados são relatados à CVM no Relatório Técnico que fundamenta a decisão final da Autarquia sobre o pedido; ii) supervisão da precificação de ativos pelos fundos de investimento regulados pela*

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

Instrução CVM 555; e iii) fiscalização da atividade de distribuição de cotas de fundos de investimento pelos intermediários. Os dois últimos se encontram em fase de implantação, com início previsto para janeiro de 2019.

1114. O segundo tema regulatório despertado pelos relatórios dos organismos internacionais disse respeito à alavancagem dos fundos de investimento.

1115. Por exemplo, o relatório do Fundo Monetário Internacional (Technical Note on Fund Management: Regulation, Supervision and Systemic Risk Monitoring, Brazil – Financial Sector Assessment Program, International Monetary Fund) apontou para os seguintes pontos de atenção (peça 60, itens não-digitalizáveis):

> ***Leverage is low on average although pockets of higher leverage do exist, primarily in exclusive-investor funds held by banks.*** *Margin requirements set by B3 act as a brake but there is no regulatory definition of leverage, nor is there a cap on leverage for individual funds or groups of funds managed by the same asset manager. CVM has started work to develop a definition, the first step being an internal Regulatory Impact Assessment, and hopes to reach a conclusion by the end of 2018.*
>
> ***Derivative positions must be taken into account when calculating the portfolio concentration limits by issuer and asset type.*** *According to the regulations, fixed income, real estate, private equity and asset-backed securities funds may only engage in derivative transactions for hedging purposes. Equity and multimarket funds are permitted to use derivatives as a means of achieving a higher return, but the constitutive documents of the fund have to disclose explicitly to investors that the fund is exposed to higher risk.*
>
> ***Recommendation: The CVM should give due priority to its ongoing work in order to establish a definition of leverage by the end of 2018.*** *The CVM should coordinate its work with that of IOSCO. As a second step, the CVM should set limits on the level of leverage that can be generated by a particular fund and/or by a group of funds managed by the same asset manager.*

1116. Apesar das prescrições internacionais, no que tange à alavancagem excessiva ou inadequada em Fundos 555, a prioridade de supervisão adotou uma visão macro da indústria, olvidando situações problemáticas especificamente relacionadas com fundos, em particular, fundos máster ou fundos propensos ao risco.

> ***Prioridades de Supervisão:***
>
> *Acompanhar o nível de alavancagem da indústria de fundos via entidades administradoras de mercados organizados regulamentados pela CVM, visando a identificação de oscilações atípicas na alavancagem da indústria que possam impactar a estabilidade financeira, a normalidade de funcionamento do mercado, ou sujeitar investidores a riscos incompatíveis com os limites previstos em regulamento para os fundos envolvidos.*
>
> ***Ações específicas:***
>
> *Elaboração de relatório, em periodicidade semestral, que evidencie o comportamento da alavancagem da indústria de fundos de investimento como um todo, com o questionamento aos administradores envolvidos ou a comunicação a outros órgãos reguladores, sempre que necessário.*

1117. Em suma, somente após a indústria ter atingido mais de quinze mil fundos, foram previstos testes parciais de integridade sobre os ativos componentes das carteiras de ativos dos fundos de investimento regulados pela Instrução CVM 555. Os testes de integridade deveriam abranger a verificação da existência desses ativos, a propriedade das provisões sobre os ativos, a regularidade da custódia desses ativos, a coerência das carteiras aos registros do custodiante, a adequabilidade do lastro desses ativos (p.ex., do lastro de operações compromissadas e direitos creditórios), a conformidade das carteiras às demonstrações financeiras, as metodologias de precificação desses ativos nas carteiras e a relação de pertinência entre a precificação feita pelo gestor ou administrador e o valor de mercado dos ativos.

1118. No entanto, até aqui, quando há mais de 19.000 fundos de investimento no Brasil, o único evento de risco reconhecido passou a considerar a possibilidade de "falhas na precificação de ativos

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

por administradores de Fundos 555" (Plano Bienal 2017 – 2018 de Supervisão Baseada em Risco da CVM, fls. 7, 37). A prioridade específica passou a ser "supervisionar a precificação dos ativos da carteira dos fundos de investimento". Assim, a supervisão da CVM passou a abranger (biênio 2017 – 2018) verificações sobre a precificação dos ativos componentes das carteiras dos fundos regulados pela ICVM 555.

Interconexão entre o Mercado de Valores Mobiliários e o Mercado Financeiro

1119. Ao fim de 2019, aproximadamente três quartos dos ativos componentes das carteiras dos 19.165 fundos de investimento consolidados pela ANBIMA eram títulos públicos federais, operações compromissadas com lastro em títulos públicos federais, operações compromissadas com lastro em títulos públicos estaduais, municipais e privados, letras financeiras e CDB/RDB, que estão sob a jurisdição da autoridade monetária. A supervisão da CVM não abrange a fiscalização sobre esses ativos, que constituem o lastro dos fundos. Esse fato importa também evidência material de risco de interconectividade dos fundos de investimento, regulados pela CVM, com o sistema financeiro, regulado pelo Banco Central do Brasil (BCB).

1120. Nesse contexto, ao fim de 2019, aproximadamente, 76% (75,95%) dos ativos componentes das carteiras dos 19.165 fundos de investimento (número da ANBIMA), cujo patrimônio líquido atingiu aproximadamente R$ 5,45 trilhões (número da ANBIMA), excluídos os fundos de investimento em cotas de outros fundos de investimento, eram títulos públicos federais, operações compromissadas com lastro em títulos públicos federais, operações compromissadas com lastro em títulos públicos estaduais, municipais e privados, letras financeiras e CDB/RDB. Esses ativos, à exceção das letras financeiras, estão sob a exclusiva supervisão de outra autoridade reguladora, o Banco Central do Brasil (BCB ou Bacen), pois, à exceção das letras financeiras (títulos de crédito de emissão exclusiva de instituições financeiras, sob a jurisdição do Bacen), nenhum dos outros tipos de ativos é considerado valor mobiliário. Essa constatação limita a supervisão da CVM sobre a gestão das carteiras de ativos dos fundos de investimento. Por via de consequência lógica, expõe os investidores, pessoas naturais e jurídicas, ao risco de perdas patrimoniais, uma vez que confiaram parcelas de suas poupanças ou disponibilidades aos administradores dos fundos.

A Vertente Normativa da Regulação

1121. Da perspectiva normativa da regulação, os fundos regulados pela norma geral, denominados, no jargão regulatório, "fundos de prateleira" (atualmente, regulados pela ICVM 555/2014 – "Fundos 555") ou, em Inglês, retail funds ou open-ended funds, podem ser transformados em fundos estruturados, especificamente, fundos de investimento em participações, sem prévia supervisão, apesar da diferença de natureza e finalidade.

A Autorregulação

1122. Recentemente, a CVM anunciou a assinatura de convênio de supervisão com a ANBIMA, que passará a atuar nas seguintes frentes de autorregulação:

> *No apoio técnico na análise de pedidos de credenciamento de administradores de carteiras, pessoas físicas ou jurídicas, à CVM. Dentre outras sinergias, o processo de credenciamento passou a contar com a realização de visita técnica às dependências das pessoas jurídicas requerentes, cujos resultados são relatados à CVM no Relatório Técnico que fundamenta a decisão final da Autarquia sobre o pedido; na supervisão da precificação de ativos pelos fundos de investimento regulados pela Instrução CVM 555; e na fiscalização da atividade de distribuição de cotas de fundos de investimento pelos intermediários. Os dois últimos se encontravam em fase de implantação, com início previsto para o início de 2019.*

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

Com relação ao Plano de SBR para o biênio 2019/2020, ***os temas liquidez em fundos de investimento e alavancagem*** *serão objeto de ações por parte da Superintendência de Supervisão de Riscos Estratégicos (SSR) - mais detalhes na sessão dedicada à Fiscalização.*

III.8.3 Objetos:

- *ANBIMA, Consolidado Histórico de Fundos de Investimento – 2020/01 – Patrimônio Líquido por Ativos (planilha eletrônica - pasta 7; peça 61, itens não-digitalizáveis);*
- *Tabela Mensal de Fundos ANBIMA (planilha, peça 61, itens não-digitalizáveis);*
- *Ativos em Carteira – Fundos 555 (planilha, peça 61, itens não-digitalizáveis);*
- *Plano Bienal 2017 – 2018 de Supervisão Baseada em Risco da CVM, peça 60, planilha entre os itens não-digitalizáveis, fls. 33, 36 e 53;*
- *Relatório Anual da CVM – 2018, (peça 16, fls. 24-25);*
- *Agenda regulatória CVM 2019 (peça 72, p. 2-3)*
- *Resposta da CVM ao item "2.c" do ofício de requisição n. 6 da equipe de auditoria (peça 60, p. 2);*
- *Plano Bienal 2017 – 2018 de Supervisão Baseada em Risco da CVM, itens não-digitalizáveis da peça 60, fls. 7, 37;*
- *Technical Note on Fund Management: Regulation, Supervision and Systemic Risk Monitoring, Brazil – Financial Sector Assessment Program, International Monetary Fund, peça 60, itens não-digitalizáveis, fls. 4, 5, 6, 18, 19, 20;*
- *Statement on International Organization of Securities Commissions (IOSCO) liquidity risk management - Recommendations for investment funds – 18 July 2019; peça 75;*
- *Peer Review of Brazil – Review Report, Financial Stability Board (FSB), 19 April 2017, peça 60, itens não-digitalizáveis, fls. 6, 10-12.*

III.8.4 Critérios:

- *Convênio celebrado entre a CVM e o Banco Central (peça 66);*
- *Technical Note on Fund Management: Regulation, Supervision and Systemic Risk Monitoring, Brazil – Financial Sector Assessment Program, International Monetary Fund, (peça 60, itens não-digitalizáveis, fls. 4, 5, 6, 18, 19, 20);*
- *Statement on International Organization of Securities Commissions (IOSCO) liquidity risk management - Recommendations for investment funds – 18 July 2019; peça 75;*
- *Peer Review of Brazil – Review Report, Financial Stability Board (FSB), 19 April 2017, peça 60, itens não-digitalizáveis, fls. 6, 10-12.*

III.8.5 Evidências

- *ANBIMA, Consolidado Histórico de Fundos de Investimento – 2020/01 – Patrimônio Líquido por Ativos (planilha eletrônica - pasta 7; peça 61, itens não-digitalizáveis);*
- *Tabela Mensal de Fundos ANBIMA (planilha, peça 61, itens não-digitalizáveis);*
- *Ativos em Carteira – Fundos 555 (planilha, peça 61, itens não-digitalizáveis);*

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

- *Plano Bienal 2017 – 2018 de Supervisão Baseada em Risco da CVM, peça 60, planilha entre os itens não-digitalizáveis, fls. 33, 36 e 53;*
- *Relatório Anual da CVM – 2018, (peça 16, fls. 24-25);*
- *Agenda regulatória CVM 2019 (peça 72, p. 2-3)*
- *Resposta da CVM ao item "2.c" do ofício de requisição n. 6 da equipe de auditoria (peça 60, p. 2);*
- *Plano Bienal 2017 – 2018 de Supervisão Baseada em Risco da CVM, itens não-digitalizáveis da peça 60, fls. 7, 37;*
- *Technical Note on Fund Management: Regulation, Supervision and Systemic Risk Monitoring, Brazil – Financial Sector Assessment Program, International Monetary Fund, peça 60, itens não-digitalizáveis, fls. 4, 5, 6, 18, 19, 20;*
- *Statement on International Organization of Securities Commissions (IOSCO) liquidity risk management - Recommendations for investment funds – 18 July 2019; peça 75;*
- *Peer Review of Brazil – Review Report, Financial Stability Board (FSB), 19 April 2017, peça 60, itens não-digitalizáveis, fls. 6, 10-12.*

III.8.6 Causas

1123. Relativamente aos fundos de investimento, a autarquia não tem focado nos aspectos mais relevantes em relação ao seu mandato legal, considerando critérios de materialidade e de riscos (estes conforme apontamentos da própria autarquia), ensejando uma atuação ineficiente e insuficiente. Primeiramente, pontua-se a isenção de responsabilidade do regulador quanto ao conteúdo da informação colocada à disposição dos investidores em geral no mercado de capitais e, em particular, na indústria de fundos. De fato, todas as informações tornadas disponíveis pela autarquia contêm a seguinte advertência:

> *Estas informações têm por base os documentos enviados à CVM pelas instituições administradoras dos fundos e são de exclusiva responsabilidade dessas. Sua divulgação pela CVM não implica garantia da veracidade das informações.*

1124. Em segundo lugar, há, no site da CVM, informações incompletas ou defasadas acerca dos fundos de investimento. Por exemplo, a planilha que contém informações sobre os fundos de investimento estruturados ou regulados por normas especiais, como os fundos de investimento em participações (FIP), os fundos de investimento imobiliário (FII), os fundos de investimento em direitos creditórios (FIDC), os fundos de investimento em direitos creditórios não-padronizados (FIDC NP), os fundos mútuos de investimento em empresas emergentes (FMIEE) e seus respectivos fundos de investimento em cotas apresenta dados somente até o mês de maio de 2017. Nessa data, o número desses fundos atingiu a marca de 1.924 fundos, que ostentavam um patrimônio líquido de R$ 380 bilhões.

1125. A autarquia não conta com quantitativo de pessoal adequado para exercer de forma abrangente e satisfatória o mandato legal a ela atribuído, considerando critérios comparativos com outras entidades semelhantes no exterior e as insuficiências detectadas na sua atividade. Contando mais de 19.000 (dezenove mil) fundos de investimento, a supervisão torna-se operacionalmente difícil, considerando-se que a CVM designou duas gerências para a maior parte das atividades de supervisão.

III.8.7 Efeitos

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

- *Possibilidade de haver risco sistêmico sobre a indústria de fundos brasileira. Caso a CVM não adote medidas efetivas de supervisão, o resultado poderá ser agravado;*

- *A indústria de fundos no Brasil continuará crescendo a uma taxa de crescimento incompatível com a capacidade de supervisão autárquica, em particular, dado o contexto operacional das três equipes atualmente responsáveis por essa supervisão;*

- *O potencial efeito-cascata ou, por analogia, a repercussão de fraude do tipo pirâmide, considerando-se a elevada interdependência entre os fundos de investimento brasileiros.*

III.8.8. Propostas Preliminares de Encaminhamento

1126. Recomendar, com fulcro no art. 43, inciso I, da Lei 8.443/1992, combinado com o art. 250, inciso III, do Regimento Interno do Tribunal de Contas da União (RITCU), ao Ministério da Economia, na condição de Ministério supervisor tanto da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) como do Banco Central do Brasil (BCB), que coordene ações destinadas à mitigação dos riscos de supervisão sobre a indústria de fundos de investimento, em linha, inclusive, com as prescrições de organizações internacionais, como, por exemplo, o comitê de estabilidade financeira;

1127. Recomendar à CVM, com fulcro no art. 43, inciso I, da Lei 8.443/1992, combinado com o art. 250, inciso III, do Regimento Interno do Tribunal de Contas da União (RITCU), que avalie a conveniência de incluir, nos planos de auditoria interna, testes de auditoria substantivos sobre as efetivas atividades de supervisão elencadas nos planos bienais de supervisão baseada em risco (SBR) na área dos fundos de investimento.

III.8.9. Comentários dos Gestores

1128. Preliminarmente, é preciso chamar atenção para o fato de que o senhor diretor da Diretoria de Fiscalização do Setor Financeiro e de Fomento da SecexEstataisRJ, em seu Pronunciamento do Supervisor da Fiscalização (peça 84), agregou ao relatório preliminar considerações e propostas. Os comentários fazem alusão, nesta seção, a essas contribuições do diretor.

1129. A proposta preliminar de recomendação direcionada ao Ministério da Economia foi objeto de comentários tanto desse Ministério como da CVM, que optou por oferecê-los. Assim tendo sido, far-se-á primeiramente a apresentação dos comentários oferecidos pela autarquia federal:

> ***XIV - COMENTÁRIOS ÀS PROPOSTAS DE RECOMENDAÇÕES "q" e "Item 40, c"***
> *q) Recomendar que a CVM crie, na supervisão dos fundos de investimento, sistema informatizado alimentado via web pelos gestores dos próprios fundos, ou por outro meio mais adequado, com informações definidas pela CVM, procedendo a cruzamentos de dados com os sistemas da B3 e do Banco Central, de modo a viabilizar permanente fiscalização desses fundos, principalmente em relação à avaliação de sua carteira de ativos.*
> *Item 40, c) Recomendar, com fulcro no art. 43, inciso I, da Lei 8.443/1992, combinado com o art. 250, inciso III, do Regimento Interno do Tribunal de Contas da União (RITCU), ao Ministério da Economia, na condição de Ministério supervisor tanto da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) como do Banco Central do Brasil (BCB), que coordene ações destinadas à mitigação dos riscos de supervisão sobre a indústria de fundos de investimento, em linha, inclusive, com as prescrições de organizações internacionais, como, por exemplo, o comitê de estabilidade financeira (item 1070 do relatório preliminar de auditoria).*
> *1. De início, cabe esclarecer que as informações oriundas de gestores de fundos de investimento mencionadas na proposta de recomendação acima já são prestadas periodicamente à CVM e em bases permanentes. A periodicidade e o conteúdo das informações atendem de forma plena as necessidades de fiscalização da área técnica responsável diretamente pela supervisão de fundos (Superintendência de Relações com Investidores Institucionais - SIN) e ainda são disponibilizadas*

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

ao mercado em bases individuais (por fundo, no website www.cvm.gov.br, seção "Fundos de Investimento") e consolidadas (no mesmo website, seção "Portal de Dados").
2. Trata-se do denominado "Sistema CVMWeb". Os meios de envio variam desde ferramentas de web service (como visto no Informe Diário – vide Oficio Circular CVM/SIN/n° 10/2020 anexo), ou XML (como no caso do Balancete, disponível em https://cvmweb.cvm.gov.br/SWB/Sistemas/SCW/PadroesXML/Padrao XMLBalancete.asp, ou do Perfil Mensal, disponível em
https://cvmweb.cvm.gov.br/SWB/Sistemas/SCW/PadroesXML/PadraoXMLPerfil739.asp)
até chegar a formatos não estruturados - ou "tageados", conforme o jargão no mercado regulado - para certas informações, como os pareceres de auditoria independente sobre as demonstrações financeiras anuais.
3. Apenas a título de exemplo, os fundos de investimento regulados pela Instrução CVM nº 555/14, por exemplo (que representam quase 90% do patrimônio líquido total e do número de fundos dessa indústria) contam com regime informacional que exige o envio de informações diárias sobre o patrimônio líquido, total da carteira, captações e resgates, número de cotistas, valor da cota e informações sobre o estado de liquidez de cada fundo. Em bases mensais, é recebido o balancete contábil completo de cada fundo (conta por conta), além de informações completas sobre a carteira, com dados sobre as posições individualizadas do fundo em cada um dos ativos em que investe, além do valor de compra de cada qual e o valor de mercado pelo qual é precificado no mês de referência.
4. Esse extenso rol de informações, reconhecido no mundo inteiro (inclusive no Relatório do Financial Stability Board - FSB citado no âmbito do trabalho que redundou nas propostas de recomendação aqui analisadas), é o que viabiliza a supervisão e a fiscalização da indústria de fundos como um todo, e não apenas de um ou outro fundo em bases ad hoc, como cogitado naquele trabalho.
5. Dois exemplos importantes da supervisão e da fiscalização realizadas pela CVM no particular, mais uma vez tomando como referência os fundos abrangidos pela Instrução CVM nº 555/14, são os trabalhos realizados em relação aos temas de maior implicação sistêmica para a indústria de fundos de investimento: liquidez e alavancagem.
6. No tema de liquidez, é realizado monitoramento diário de todos os fundos de investimento abertos, não exclusivos e não de cotas (no caso, mais de 9 mil fundos), o que se viabiliza com o uso de sistema que identifica os fundos com problemas de liquidez a cada dia específico de supervisão. Isso garante ampla visibilidade da área de supervisão de fundos sobre a situação de liquidez de cada fundo registrado na CVM individualmente, assim como da indústria como um todo.
7. Também sobre o tema da alavancagem, afora as inúmeras informações disponíveis para a CVM prestadas por meio do já citado regime informacional, a CVM ainda faz uso de relatórios diários encaminhados pela B3 com as posições mantidas pelos fundos em derivativos, o que de igual forma permite que a SIN acompanhe diariamente as principais exposições e adote as medidas de supervisão ou fiscalização que entenda necessárias em relação ao tema (as outras formas possíveis de alavancagem em fundos, quais sejam, (1) posições vendidas em ativos admitidos a empréstimo; e (2) operações compromissadas reversas, são muito pouco utilizadas pelo segmento).
8. Assim, resta demonstrado que não procede a afirmação de que a indústria de fundos correria "risco sistêmico". Como visto, para os temas de maior relevância sistêmica para a indústria, o monitoramento é amplo, frequente, profundo e preciso o bastante para conferir suficiente condição para exercício de adequadas supervisão e fiscalização do estado atual do mercado como um todo, assim como de cada fundo individualmente considerado.
9. É claro que isso não significa dizer que todos os temas sob responsabilidade da SIN são supervisionados à exaustão para cada fundo. Tampouco se entende que esse deva ser um objetivo a alcançar, dado que exigiria recursos desproporcionais e levaria a esforços e investimentos a serem dedicados a temas de baixa prioridade.
10. Não obstante o até aqui exposto, a CVM está sempre atenta a possíveis aprimoramentos para uso cada vez mais inteligente e racional das informações prestadas.
11. Nesse sentido, a Autarquia vem investindo em novas iniciativas para trazer ainda mais foco e assertividade aos trabalhos de supervisão e fiscalização aqui enfocados. Citamos como exemplos o seguinte:

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

a) iniciativa para aprimoramentos do sistema de gestão de liquidez, com a identificação de padrões de erro de informação por parte dos administradores de fundos que permitam apurar casos suspeitos de data poisoning com o objetivo de prejudicar ou ocultar, da CVM, situações de fundos com problemas de liquidez (para tal propósito, inclusive, uma das funcionalidades dessa ferramenta envolve, justamente, o cálculo do montante líquido da carteira de cada fundo de investimento pela própria CVM, e a comparação dessa liquidez calculada com a informada pelos administradores de fundos, sendo que similar data poisoning analysis vem sendo desenvolvida para as métricas de alavancagem, tudo realizado em conjunto com a Superintendência de Supervisão de Riscos Estratégicos – SSR);

b) projetos em desenvolvimento em parceria com a Assessoria de Análise e Gestão de Riscos - ASA para o uso de ferramentas de inteligência artificial, a saber: (1) leitura dos dados encaminhados pelo informe diário de fundos regulados pela Instrução CVM nº 555/14 que viabilizem ações de fiscalização automáticas junto aos administradores de fundos; e (2) sistemas de natural language processing (NLP – robôs que leem documentos não estruturados), para identificar as principais informações constantes nos regulamentos dos fundos e em outros documentos não estruturados, como os pareceres de auditoria, e deles extrair informações que alimentem a supervisão com potenciais irregularidades sujeitas a melhor verificação (vale citar que já existem funcionalidades desenvolvidas com esse propósito, ainda que para segmentos piloto, como a leitura de fatos relevantes divulgados pelos fundos regulados pela Instrução CVM nº 555/14, ou a leitura dos pareceres de auditoria para demonstrações financeiras dos fundos de investimento em direitos creditórios, neste caso em parceria com o Banco Central do Brasi)l;

c) sistema que identifica o registro de novos fundos por parte de administradores com histórico negativo, diante de variáveis como (1) quantidade de reclamações ou denúncias de investidores; (2) atrasos ou inconsistências reiteradas em relação a documentos entregues; ou (3) quantidade de procedimentos sancionadores ou ações de fiscalização em geral (em sendo detectado esse tipo de registro, abre-se ação de fiscalização automática, ou seja, sem qualquer intervenção humana, na qual se questiona o administrador sobre uma série de questões relacionadas com maior risco de conformidade, condicionando-se o início de investimentos à prestação dos esclarecimentos requeridos na ação de fiscalização. Anexo segue exemplo de fiscalização realizada recentemente nesse sentido (Anexo I));

d) detecção de administradores com relevante grau de atraso ou inadimplência em relação a documentos periódicos devidos à CVM, que leva o sistema CVMWeb ao bloqueio para registro de novos fundos de investimento por aquele tipo de prestador de serviços. Segue evidência de caso concreto em que determinado administrador de fundos recorreu de decisão da SIN tomada com base nesse sistema (decisão essa mantida pelo Colegiado da CVM – Anexo II); e

*e) supervisão das ofertas reguladas pela Instrução CVM nº 476/09, que é atualmente conduzida pela Superintendência de Registro - SRE, com foco nas emissões adquiridas por investidores institucionais sob acompanhamento diferenciado, em razão de histórico de supervisão disponível na CVM, o que abrange a situação dos fundos de investimento investidos por RPPS (por meio de sistema que filtra as emissões consideradas suspeitas, diversas operações potencialmente fraudulentas foram identificadas pouco depois de ocorrerem, a ponto de ter sido viável, em parte dos casos, a interrupção de operações antes da conclusão, como se verifica, por exemplo, no âmbito do Processo CVM SEI 19957.003811/2018-29, julgado em 10.7.2018, que evidencia que o sistema em tela tem sido um eficiente meio de controle "de entrada" de irregularidades graves, detectando-se problemas de supervisão em estágios ainda bastante iniciais)***.***

12. Cumpre anotar que todos esses projetos foram iniciados há menos de 2 (dois) anos, e alguns deles ainda se encontram em desenvolvimento, razão pela qual ainda podem não ser de conhecimento da equipe do TCU responsável pelo trabalho que redundou nas propostas de recomendação ora analisadas. De toda forma, evidenciam como a preocupação com o aprimoramento das rotinas de supervisão e fiscalização, baseado o mais possível em sistemas informatizados e rotinas eletrônicas, já está presente e gerando ações concretas e entregas específicas no âmbito da própria CVM.

13. Outro ponto merecedor de nota é a menção à interação da CVM com outros órgãos ou entidades públicos, em especial no que diz respeito ao Banco Central do Brasil.

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

14. Em realidade, o grau de interação da CVM com o Banco Central (e não apenas com ele, como se verá adiante) tem aumentado substancialmente ao longo dos anos, a ponto de já ter gerado diversos resultados a bem do cumprimento das missões institucionais de ambas as autarquias, demonstrando que a governança já instituída para essas interações (a saber, e em especial, o que consta do convênio mantido entre as duas instituições disponível em http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/convenios/anexos/BancoCentral.PDF) vem servindo de forma adequada e suficiente ao propósito de que se trata.

15. Antes de citar exemplos concretos desses resultados, é importante relembrar que, apesar de alguns ativos financeiros na carteira dos fundos, como os títulos públicos, CDB e RDB, Letras Financeiras e outros estarem sob a competência do Banco Central, no que se refere às condições de sua emissão e colocação no mercado, não é correto dizer que a CVM não tem alcance sobre eles quando presentes na carteira dos fundos de investimento.

16. A CVM tem plena competência legal para regular e fiscalizar tudo o que diga respeito àqueles ativos enquanto integrantes da carteira de um fundo, inclusive no que diz respeito às condições da compra e posterior venda, forma de precificação na carteira, divulgação das informações relevantes sobre o ativo para a CVM, investidores e o mercado, etc. Isso é o que efetivamente é feito na prática e não é objeto de questionamento, seja na seara administrativa, seja na esfera judicial. A competência ampla da CVM sobre tudo o que diz respeito aos fundos de investimento, agora reforçada pela Lei n° 13.874/19 (Lei da Liberdade Econômica), com a inclusão do artigo 1.368-C ao Código Civil, é um tema incontroverso.

17. Isso não significa dizer que a maneira mais inteligente de se supervisionar os ativos acima resulte necessariamente e apenas em trabalho direto da CVM. Seja por questões de aproveitamento de sinergias e trabalhos preexistentes, seja para melhor alavancar resultados com a expertise prática de outros reguladores, seja ainda para dividir esforços e recursos de forma a mais racional para o Estado como um todo, há sim casos de temas que contam com atuação coordenada com outros reguladores, no que se caracterize como interesse comum. Isso vem ocorrendo com o Banco Central e autorreguladores e, ainda, e por exemplo, no âmbito do Comitê de Regulação e Fiscalização dos Mercados Financeiro, de Capitais, de Seguros, de Previdência e Capitalização - Coremec, órgão que, inclusive, foi recentemente restabelecido pelo Decreto 10.465, de 18 de agosto de 2020 (disponível em http://www.planalto.gov.br/CCIVIL_03/_Ato2019-2022/2020/Decreto/D10465.htm).

18. É nesse contexto que se citam alguns exemplos. O primeiro é a supervisão realizada pelo Banco Central sobre os títulos públicos e as operações compromissadas neles lastreadas (como lembrado no trabalho que redundou nas propostas de recomendação ora analisadas, representativos de cerca de 2/3 do patrimônio dos fundos regulados pela Instrução CVM nº 555/14): por meio da construção de túneis de preço indicativos dos valores de mercado de negociação nessas operações, o Banco Central sempre notifica a CVM quando uma operação fora de preço tem como uma das contrapartes um fundo de investimento. E não apenas isso: em bases periódicas, a DIASF (Divisão ligada ao DESIG/BCB), também com base no convênio acima referido, realiza conciliação das posições detidas por fundos em títulos públicos e compromissadas neles lastreadas com as posições informadas por esses fundos à CVM, o que confere suficiente segurança de que as posições informadas pelos administradores de fundos correspondem, sim, à realidade de custódia dos fundos nesse que é, de longe, o ativo mais representativo do estoque na carteira dos fundos de investimento. Para referência, segue e-mail (Anexo III) e arquivo a ele acostado (Anexo IV) com tratamento de caso concreto recente de análise coordenada, realizada pela CVM e pelo Banco Central, em relação a fundo com posições aparentemente conflitantes de títulos públicos entre o informado para a CVM e o registrado na SELIC.

19. Não custa repisar também que a negociação de ações, letras financeiras, CDB, RDB, debêntures, assim como de todos os demais ativos sujeitos a registro na B3 também é objeto de fiscalização permanente daquela entidade administradora de mercado organizado, com base nas suas atividades de órgão auxiliar da regulação exercida pela CVM, e objeto de comunicação à SIN quando realizada fora de preço de mercado. Assim, considerando que todos os ativos detidos pelos fundos de investimento regulados pela Instrução CVM nº 555/14 devem ser registrados em um ambiente ou outro, é possível afirmar que as condições de mercado de negociação de 100% dos ativos pelos fundos de investimento é fiscalizada, monitorada e chega ao conhecimento da SIN quando cabível.

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

20. Em relação à conciliação das posições de custódia de outros ativos distintos dos títulos públicos e operações compromissadas neles lastreadas, é fato que ainda não existe exercício para tanto, e talvez a este ponto particular tenha feito referência o trabalho que redundou nas propostas de recomendação ora analisadas na sua abordagem do assunto. Ainda se encontram em estudo as formas operacionais de viabilizar tamanha iniciativa, o que já vem contando, de qualquer forma, com articulação específica também junto à B3, na sua condição de autorreguladora obrigatória do mercado de capitais prevista no art. 17 da Lei nº 6.385/76.

21. Não apenas em relação a iniciativas coordenadas de interesse da supervisão ou da fiscalização dos fundos de investimento pela CVM, mas também a outros temas, como o de intercâmbio de informações, a CVM e o Banco Central interagem de forma eficiente e produtiva nas rotinas de ambas as instituições. Apenas a título de exemplo, segue (Anexos V e VI) o caso de reporte semanal realizado pelo DESIG para a Alta Administração daquela Autarquia sobre os fundos de investimento regulados pela CVM (como se vê, o Banco Central adentra em pormenores sobre questões de captação e resgate, liquidez e movimentos macro do segmento em bases semanais e com números detalhados, o que evidencia que o grau de acesso por aquela Autarquia às informações dos fundos no que justificado pelos mandatos da CVM e do Banco Central é tempestivo e amplo, algo que apenas pode ser viabilizado por sistemas que atendem a contento os objetivos institucionais perseguidos por ambos).

22. E sobre a articulação da CVM também com as demais instituições de controle ou regulação, vale citar como exemplos nesta oportunidade o seguinte:

a) Acordo de Cooperação Técnica com a SPREV (Anexo VII) - Assinado em 2017, permitiu a troca de experiências e know how entre os técnicos de ambas as instituições, com reuniões entre os corpos técnicos envolvidos (a CVM é representada pela SIN no particular), sendo os seguintes os principais resultados da iniciativa: participação ativa da CVM nos estudos normativos para a regulamentação das aplicações dos RPPS, por meio das Resoluções CMN n° 4.604, em 2017, e 4.695, em 2018; o treinamento das equipes da SPREV sobre temas de fundos pela SIN; e o fortalecimento da troca de informações e dos estudos conjuntos sobre o segmento de fundos investidos por RPPS (essas medidas e outras reduziram de forma relevante o quantitativo de problemas no segmento, em especial a partir do fim de 2018, alçando o segmento um nível de conformidade significativo; e

b) novo convênio com a PREVIC - Assinado em 2018, estabeleceu novas bases de interação entre as duas entidades, com frequente troca de informações e diagnósticos sobre seus respectivos mercados, a realização de reuniões periódicas entre os corpos técnicos envolvidos (a CVM é representada nelas pela SIN, pela ASA e pela SSR), cabendo destacar os seguintes resultados: participação mais ativa da CVM nos projetos normativos daquela entidade, com destaque para o que diz respeito à Resolução CMN nº 4.661/18 e suas alterações; e a iniciativa de fiscalizações conjuntas a serem realizadas por PREVIC e CVM em casos de fundos de pensão que invistam em fundos de investimento, o que neste momento está sendo concebido (Anexo VIII).

23. Assim, e como a CVM já vem atuando nos termos do que consta das propostas de recomendação ora analisadas, sendo que existem, inclusive, fatos supervenientes ao trabalho de auditoria de que se trata nessa mesma direção, entendemos que as referidas propostas estão prejudicadas. Não obstante, esta Autarquia não se oporia a qualquer recomendação no sentido de que prossiga e aprofunde o seu processo de aperfeiçoamento tecnológico de que se trata e o seu já tradicional e efetivo regime de cooperação com o Banco Central do Brasil no que seja do interesse comum das duas instituições.

1130. Quanto à proposta preliminar de recomendação, também se manifestou o Ministério da Economia, nos seguintes termos:

Por fim, no que diz respeito à terceira recomendação, com base nos fundamentos apresentados ao longo do pronunciamento, acreditamos que a preocupação levantada estaria minimizada com a publicação do Decreto nº 10.465, de 18 de agosto de 2020, o qual institui o Comitê de Regulação e Fiscalização dos Mercados Financeiro, de Capitais, de Seguros, de Previdência e Capitalização (COREMEC). Segundo a Exposição de Motivos Interministerial nº 00010/2020 BACEN ME, a qual encaminhou a proposta ao Presidente da República, assinada pelo Ministro de Estado da Economia, o COREMEC é integrado por representantes do Banco Central do Brasil (BCB), da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), da Superintendência Nacional de Previdência Complementar (Previc)

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

e da Superintendência de Seguros Privados (Susep) e é o foro para promover a coordenação e o aprimoramento da atuação das entidades da administração pública federal que regulam e fiscalizam as atividades das instituições integrantes dos referidos mercados financeiro, de capitais, de seguros e de previdência e capitalização, relacionadas à captação pública da poupança popular. Entre as competências do COREMEC pode-se citar a de promover a articulação das entidades da administração pública federal que regulam e fiscalizam os mercados financeiros, de capitais, de seguros, de previdência e capitalização, com o objetivo de promover a estabilidade do sistema financeiro nacional; debater iniciativas de regulação e procedimentos de fiscalização às atividades de mais de uma das entidades reguladoras dos mercados financeiro, de capitais, de seguros, de previdência e capitalização; e debater e propor ações coordenadas de regulação e fiscalização, inclusive as aplicáveis aos conglomerados financeiros. Assim, especialmente quanto à questão da fiscalização dos fundos de investimento, entende-se que o COREMEC já possui entre suas competências a atuação de forma coordenada, neste caso entre BCB, CVM, PREVIC e SUSEP, o que mitiga os riscos de supervisão dessa indústria.

1131. Constata-se que o comentário do Ministério da Economia ressoa aquele da CVM, no que tange especificamente à recriação do COREMEC. Conquanto meritória, a iniciativa tem cunho genérico de coordenação – por conseguinte, traduz uma estratégia de governança – entre as entidades responsáveis por regular e fiscalizar os mercados financeiros, de capitais, de seguros, de previdência e capitalização. No caso, não representa um compromisso de promover a coordenação e a articulação das medidas que são consideradas importantes para prevenir os riscos sistêmicos apontados no relatório preliminar. De resto, a análise seguinte cuidará das demais considerações.

III.8.10. Análise dos Comentários dos Gestores

1132. As recentes alterações no Código Civil trazidas pela Lei da Liberdade Econômica, a Lei 13.874/2019, visaram superar controvérsias doutrinárias e jurisprudenciais relativas ao regime jurídico aplicável a esses entes despersonalizados. A destacar, no bojo desse novo regime, o papel atribuído pelo legislador aos regulamentos dos fundos, que podem estabelecer inclusive a limitação de responsabilidade dos prestadores de serviços do fundo, perante o condomínio e entre si. Em particular, o artigo 1.368-E do Código Civil dispõe agora que, conquanto os fundos de investimento respondem diretamente pelas obrigações legais contratuais por ele assumidas, os prestadores de serviço (como os gestores, por exemplo) não respondem. Isso sobreleva a importância da regulação sobre esses entes, em especial, porque o legislador atribuiu expressamente à CVM competência para disciplinar o caput do artigo 1.368-C, que abre o Capítulo X, dedicado aos fundos de investimento. No entanto, a Lei nada disse expressamente sobre a competência da CVM para fiscalizar os "ativos financeiros" que integram as carteiras de ativos desses entes. Recordemo-nos de que as atribuições legais da autarquia recaem sobre o mercado de valores mobiliários, que não se confunde com o mercado financeiro, cujo regulador é o Banco Central do Brasil.

1133. A regulação sobre a indústria de fundos de investimento brasileira impõe vários desafios simultâneos, que precisam ser enfrentados. Além do desafio normativo, a vertente normativa da regulação, existe o desafio do controle sistêmico, que observa, consolida, analisa e pondera alternativas sobre o conjunto dos fundos, por prismas diferentes (categorias de fundos, categorias de ativos, tipos de passivos, etc.), com finalidades distintas (regulação da liquidez, controle da alavancagem, regulação das conexões entre fundos e fundos de cotas, etc.). Mas existe também o desafio de monitorar mais de vinte mil entes despersonalizados, submetidos ao regime jurídico da administração fiduciária, cada um representando uma carteira própria e inconfundível de valores mobiliários e outros ativos financeiros. As poupanças de milhões de pessoas naturais, assim como as de número expressivo de pessoas jurídicas, tais quais empresas, seguradoras, associações, fundações, inclusive, de previdência privada complementar, encontram-se sob a gestão dos administradores desses fundos de investimento. Por isso, não basta um olhar regulatório sistêmico, uma vez que cada ente requer atenção da reguladora.

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

1134. No âmbito intermediário, entre o nível macro e o nível micro da regulação, é sobremodo importante ressaltar a peculiaridade de nossa indústria no tocante à forte interconexão entre fundos. De fato, em virtude da licença normativa, fundos que não são fundos de cotas podem investir pelo menos 20% dos seus recursos ativos em cotas de outros fundos, de diferentes tipos, em vários casos. Ademais, o número de fundos de cotas, no caso brasileiro, como relatado, é assaz significativo. Não fossem bastantes esses graus de complexidade, há que se compreender ainda o intrincado papel que médias e grandes instituições gestoras de recursos de terceiros, financeiras ou não, desempenham, ao administrarem inúmeros fundos simultaneamente. Em casos de importância patrimonial significativa, essas gestoras mantêm fundos-mãe, que servem a outros fundos, como lastro de última instância para suas aplicações de recursos. Constata-se, nesses casos, fortíssima dependência entre fundos, sujeita, em princípio, à mesma responsabilidade fiduciária, muitas vezes, não-financeira (isto é, vinculada a instituição que não faz parte de conglomerado liderado por instituição financeira). O encadeamento entre cotas de fundos, bem assim a interconexão com ativos financeiros, como operações compromissadas realizadas com instituições do mesmo conglomerado, caracteriza esse alto grau de interconexão, assinalado pelo relatório preliminar e não desmentido pelos comentários.

1135. Os exemplos são por demais pontuais para caracterizarem o nível de sistematização necessário para enfrentar os desafios da regulação sobre essa indústria específica. Sem adentrar no mérito de quaisquer juízos de valor sobre a importância relativa dos casos, frente ao universo da indústria, constata-se que, no caso da supervisão sobre o fundo multimercado (peça 90, p. 15-16) dado como exemplo, as perguntas feitas pela Superintendência de Investidores Institucionais (SIN) à distribuidora de títulos e valores mobiliários responsável pela administração do referido fundo corroboram as percepções do relatório, inclusive, no que concerne à (eventual) aquisição de ativos de crédito privado pelo fundo, que, à época da supervisão (agosto de 2020), ainda estava prestes a adquirir ativos. A propósito, em resposta, o administrador fiduciário solicita uma videoconferência com o superintendente da CVM. Com efeito, em outro dos exemplos apresentados, constata-se que a ata da reunião do colegiado da autarquia (peça 90, p. 18), corrobora a constatação de que o foco da supervisão recai sobre a entrega de informações pelos entes jurisdicionados (no caso, pelos fundos, ou melhor, por seus administradores fiduciários, regularmente registrados perante a autarquia). Nesse exemplo, observa-se que a pessoa jurídica administradora de recursos de terceiros, administradora de fundos de investimento, colocara-se em uma situação de inadimplência, de mais de sessenta dias, no cumprimento dos prazos de entrega das demonstrações financeiras de doze fundos por ela administrados.

1136. Adicionalmente, no que concerne ao importante desafio de assegurar a integridade dos ativos componentes das carteiras (de ativos) dos mais de vinte mil fundos da indústria brasileira, observa-se, da seguinte afirmação, extraída do bojo dos comentários, que a CVM depende de notificações externas para detectar inconsistências: "é possível afirmar que as condições de mercado de negociação de 100% dos ativos pelos fundos de investimento é fiscalizada, monitorada e <u>chega ao conhecimento da SIN quando cabível</u>" (grifos para destaque). Como todo respeito, discordamos dessa forma de proceder, por entendermos que a superintendência responsável pela supervisão dos fundos de investimento deve valer-se de meios próprios de checagem, os quais, idealmente, podem ser complementados por informações prestadas por outros reguladores, como o Banco Central do Brasil, ou autorreguladores, como a B3-CETIP.

1137. Quanto à evolução recente das iniciativas da autarquia no que diz respeito à supervisão efetiva sobre os fundos de investimento, observa-se que é uma parte do mercado de valores mobiliários grandemente delegada à autorregulação da ANBIMA. Conquanto represente um dos pilares do desenvolvimento eficiente dos mercados, a autorregulação nem de longe pode ser o único ou o principal eixo diretor dos processos regulatórios, a começar pelo impacto potencial do conflito de interesses.

1138. Das informações constantes tanto do relatório como dos comentários, acima reproduzidos, ressai nítida a dificuldade operacional de, contando poucas pessoas, sequer monitorar informações

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

relativas aos aspectos macros da indústria. Essa dificuldade somente pode ser parcialmente suplantada mediante o recurso a sistemas de tecnologia da informação. Contudo, não bastam os sistemas de tecnologia da informação modernos e operantes. Tampouco basta o emprego da inteligência artificial para, por exemplo, buscar automaticamente, por meio de robôs, indícios de inconsistência entre as informações prestadas pelos administradores e os dados constantes, por exemplo, dos bancos de dados da B3 ou do Selic. Alguém terá que analisar os produtos desses testes de consistência, em caráter contínuo. No caso concreto da indústria de fundos nacional, composta por mais de vinte mil fundos de investimento, a intervenção humana é indispensável, constituindo etapa crítica dos processos de trabalho, principalmente, de supervisão. Dessa perspectiva, há oportunidades de melhoria.

1139. À vista desse contexto operacional, é preciso pontuar a distância que pode separar o discurso da prática. Conquanto o SBR contenha uma relação razoavelmente completa das atividades de supervisão que deveriam ser desempenhadas, no caso da indústria de fundos, a efetiva realização das tarefas previstas não parece exequível, consideradas a falta de sistemas e a escassez de pessoas. Em conjunção ao quadro operacional, quando se acrescem os desafios associados a mais de vinte mil entes, que administram recursos de terceiros da ordem de R$ 8,5 trilhões, em valores brutos, com alto grau de interconexão entre as carteiras de ativos dos fundos e os ativos do sistema financeiro (operações compromissadas, CDB, RDB, letras financeiras), constata-se a necessidade de prevenir os riscos sistêmicos. Por isso, como medida auxiliar, propugnar-se-á pelo apoio interno da Auditoria da CVM e externo, do Banco Central.

III.8.11. Propostas definitivas de encaminhamento

1140. Recomendar à Comissão de Valores Mobiliários (CVM), com fulcro no art. 43, inciso I, da Lei 8.443/1992, combinado com o art. 250, inciso III, do Regimento Interno do Tribunal de Contas da União (RITCU), e no artigo 9º, inciso II, da Resolução-TCU 315, de 2020, que, promova ações de supervisão, fiscalização e sanção sobre os mais de vinte mil fundos de investimento no Brasil, com foco na falta de lastro dos ativos, em falhas na precificação dos ativos, na insuficiência de provisões e em riscos sistêmicos derivados do grande número de relacionamentos entre fundos, em especial, entre fundos masters e fundos feeders no mercado de valores mobiliários, como meio de aperfeiçoar a gestão do mandato legal de proteger os titulares de valores mobiliários, no caso, cotas de fundos de investimento, de atos ilegais de administradores de carteiras de valores mobiliários, previsto no artigo 4º, inciso IV, alínea "b", da Lei 6.385/76 (itens 1117 a 1119).

1141. Recomendar, com fulcro no art. 43, inciso I, da Lei 8.443/1992, combinado com o art. 250, inciso III, do Regimento Interno do Tribunal de Contas da União (RITCU), e no artigo 11 da Resolução-TCU 315, de 2020, ao Ministério da Economia, na condição de Ministério supervisor tanto da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) como do Banco Central do Brasil (BCB), que coordene ações destinadas especificamente à mitigação dos riscos de supervisão sobre a indústria de fundos de investimento, particularmente, os riscos derivados da interconexão entre as carteiras de ativos dos fundos e os ativos financeiros, em linha, inclusive, com as prescrições de organizações internacionais, como, por exemplo, o comitê de estabilidade financeira (itens 914 a 1070).

1142. Recomendar à Comissão de Valores Mobiliários, com fundamento no art. 43, inciso I, da Lei 8.443/1992, combinado com o art. 250, inciso III, do Regimento Interno do Tribunal de Contas da União (RITCU), que avalie a conveniência e a oportunidade de incluir, nos planos de auditoria interna, testes de auditoria substantivos sobre as efetivas atividades de supervisão elencadas nos planos bienais de supervisão baseada em risco (SBR) na área dos fundos de investimento (item 1072).

*IV. Informações sobre os **comentários** dos gestores*

1143. O relatório foi submetido aos comentários dos gestores, em virtude de as propostas de encaminhamento terem tomado a forma de recomendações à entidade, conforme determina a Resolução TCU 315/2020. Em princípio, à luz das Normas de Auditoria do Tribunal de Contas da União (NAT), no caso presente, o envio aos gestores foi inicialmente considerado opcional. No entanto, na fase de

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

revisão deste relatório foi publicada a Resolução TCU 315/2020, que alterou essa orientação institucional. Até o advento da Resolução TCU 315/2020, em consonância com o disposto pelo Acórdão 1.255/2013 – TCU – Plenário, o despacho do dirigente da unidade técnica deveria registrar o fundamento da decisão de dispensar o encaminhamento do relatório para comentário dos gestores.

1144. Nos termos preconizados pela Portaria-Segecex n. 9, de 14/5/2020, a unidade técnica providenciou o encaminhamento de instrução (peça 83), contendo o excerto do relatório preliminar de fiscalização, composto pelas situações encontradas, pelas propostas de recomendações e pelos resumos dos respectivos segmentos do relatório preliminar de auditoria (critérios, objetos), juntamente com o pronunciamento da subunidade técnica, que consistiu no Pronunciamento do Supervisor da Fiscalização (peça 84). A Secretaria de Controle Externo da Administração Indireta no Rio de Janeiro encaminhou tais documentos ao presidente da CVM por meio do ofício 246/2020-TCU/SecexEstataisRJ, de 3/9/2020 (peça 85).

1145. O Ministério da Economia foi também destinatário do conhecimento antecipado das propostas de recomendação que o tinham como órgão beneficiário das oportunidades de melhoria, uma vez que atua como Ministério supervisor da autarquia federal responsável pelo mercado de valores mobiliários. Em particular, ao Ministério da Economia, foram encaminhadas proposições cuja finalidade consistia em aperfeiçoar os mecanismos de governança institucional e, por consequência, melhorar o ambiente de negócios do País, em especial, o ambiente institucional do mercado de capitais.

1146. A CVM, por meio do Ofício nº 57/2020/CVM-PTE (peça 90), apresentou os comentários da autarquia federal às propostas de recomendações contidas no relatório preliminar de auditoria. O texto, ressalta, em caráter preliminar, que o conteúdo "é destinado exclusivamente a esse Tribunal e que esta Autarquia está sujeita ao sigilo previsto no art. 8º, § 2º, da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976" (peça 90, p. 1).

1147. Em síntese, poder-se-ia afirmar que os gestores da CVM, na pessoa do seu presidente, o senhor Marcelo Barbosa, não apontaram soluções de melhor custo-benefício às propostas preliminares de recomendações consignadas no relatório preliminar de auditoria. Além de terem opinado pela perda de objeto de algumas proposições, os gestores consideraram as proposições improcedentes ou contrárias ao interesse regulatório e social.

1148. Não obstante, a unidade técnica mantém seu entendimento de que há oportunidades de melhoria nos processos regulatórios da autarquia federal, os quais hão de merecer a reiteração de propostas de recomendação, a serem submetidas ao Tribunal de Contas da União.

1149. Ademais, seria despiciendo consignar que, em se tratando de propostas de recomendação, os gestores da autarquia poderão, no uso da sua discrição administrativa, optar por acatá-las integral ou parcialmente. A forma como irão acatar as recomendações quedará inteiramente sob descortino administrativo dos gestores. Eventualmente, poderão deixar de acatá-las, sendo certo que, em sede de monitoramento a ocorrer no futuro, terão assumido as responsabilidades correspondentes ao agravamento de problemas regulatórios.

1150. Por último, a finalidade das propostas de recomendações consignadas neste relatório é essencialmente colaborativa. Ante as oportunidades de melhoria antevistas, espera-se que possam contribuir, em termos de economicidade, eficiência e efetividade, para o aperfeiçoamento da gestão da autarquia federal responsável pela regulação do mercado de valores mobiliários e dos seus agentes econômicos e institucionais. Caberá aos gestores da CVM avaliarem a conveniência e a oportunidade de implementá-las.

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

V. Conclusão

1151. Esse foi o primeiro relatório de auditoria sobre a atuação finalística da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), entidade da administração pública federal indireta, constituída sob a forma de autarquia, em regime especial.

1152. O trabalho serviu à aquisição de informações e de conhecimentos sobre a CVM, sobre seus mandatos legais, sobre sua estrutura, sobre o mercado brasileiro de valores mobiliários e sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados pela CVM.

1153. Sem prejuízo de outras constatações, os achados de auditoria foram os seguintes:

1153.1. Falta de menção às empresas estatais, nos planos bienais de Supervisão Baseada em Risco (SBR) (item 431).

1153.2. Indícios de que o foco da supervisão na área de empresas recai sobre eventos objetivos de inadimplência na prestação de informações (item 445).

1153.3. Indícios de insuficiente supervisão sobre a companhia aberta BNDESPAR (item 529).

1153.4. Indícios de insuficiente sanção dos casos de uso de informação relevante não divulgada ao mercado (item 545).

1153.5. Indícios de insuficiente fiscalização da atividade dos agentes autônomos de investimentos (item 745).

1153.6. Indícios da possibilidade de conflito de interesse, seja efetivo, potencial ou apenas aparente, na atuação do colegiado da CVM na atividade fiscalizatória, sancionatória e regulatória da autarquia (item 908).

1153.7. Indícios de superposição de autoridade de supervisão técnica entre a SEP e a SNC relativamente à interpretação de temas contábeis aplicada ao processo de supervisão sobre as demonstrações financeiras das companhias abertas (item 953).

1153.8. Indícios de insuficiente proteção aos investidores em fundos de investimento e aos investidores no mercado de capitais (item 1004).

1154. De forma muito sintética, as principais constatações do trabalho podem ser resumidas da seguinte forma:

1155. Os planos bienais de Supervisão Baseada em Risco (SBR) elaborados pela CVM desde 2009 não mencionaram expressamente as empresas estatais como prioridade da supervisão por iniciativa da autarquia, a despeito da relevância dos interesses difusos por trás da participação majoritária da União nessas empresas, das finalidades sociais em jogo, do interesse público, dos riscos de ingerência política e de perdas com esquemas de corrupção. Os comentários dos gestores da CVM justificam tal omissão com base nas prioridades de supervisão, em particular, no grau de exposição da companhia aberta ao mercado de capitais. Alega, ademais, que essas companhias já são supervisionadas por outros órgãos ou entidades de Controle, como, por exemplo, o Banco Central do Brasil (BCB), agências reguladoras, a Controladoria Geral da União (CGU) ou o próprio Tribunal (TCU). Entretanto, afirmou não se opor à recomendação voltada ao incremento do regime de cooperação que mantém com o TCU.

1156. Levando em consideração relevantes operações de reorganização societária de empresas privadas – fusões, aquisições, incorporações, cisões e transformações empresariais – que foram analisadas no bojo de processos de Controle Externo, a auditoria procurou entender como o tema era tratado pela autarquia reguladora do mercado de capitais.

1157. Em síntese, constatou-se que o tema constou da agenda regulatória desde a primeira edição da supervisão baseada em risco (SBR), que tomou a forma do plano bienal de SBR 2009 – 2010. Nesse

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

plano, o tema das reorganizações societárias apareceu entre as atividades de supervisão acometidas à Superintendência de Relações com Empresas – SEP, responsável pela área das empresas, particularmente, sociedades anônimas de capital aberto (companhias abertas), registradas perante a CVM.

1158. Desse modo, a análise de operações societárias capazes de afetar de maneira significativa os direitos dos acionistas minoritários (por exemplo, operações de fusão, cisão e incorporação, bem como transações com partes relacionadas, aumentos de capital por subscrição privada, emissões privadas de valores mobiliários conversíveis em ações, reduções de capital e conversões de ações) foi incluída no primeiro plano bienal de supervisão baseada em risco (SBR) da autarquia federal.

1159. Entretanto, o planejamento de SBR da SEP abrangia também atividades de supervisão da entrega de informações periódicas e da divulgação de atos e fatos relevantes; de verificação do conteúdo de boletins de voto à distância; de verificação da coerência e da consistência entre as divulgações feitas nas seções 10 e 13 do Formulário de Referência; de verificação da divulgação de informações relativas à política de gerenciamento de riscos e de supervisão de demonstrações financeiras.

1160. A auditoria encontrou indícios de intensa atividade de supervisão relacionada à entrega de informações periódicas, assim como da divulgação de comunicados ao mercado ou de fatos relevantes pelas companhias abertas. Outrossim, encontrou indícios de atividade relevante sobre a verificação do conteúdo de boletins de voto à distância e de verificação da coerência e da consistência entre as divulgações feitas nas seções 10 e 13 do Formulário de Referência. Nesse contexto operacional, inferiu haver foco prioritário sobre o mandato legal de assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido (ex vi o artigo 4º, inciso VI, combinado com o artigo 8º, inciso III, segunda parte, da Lei 6.385/1976).

1161. Em conclusão, a despeito de razoável atividade de supervisão, a auditoria encontrou poucos indícios de efetividade no enfrentamento de questões relacionadas à transferência de valor econômico entre integrantes, diretos ou indiretos, do bloco de controle. Igualmente, constatou que uma personagem de grande participação nessas operações de reorganização societária, o BNDESPAR, não foi objeto de atividades específicas de supervisão preventiva, baseada em risco. Ao deixar de fora do seu planejamento um ator tão importante no mercado de capitais brasileiro, a CVM olvidou os interesses difusos por trás da participação da União no controle direto da empresa pública federal denominada BNDES, por sua vez, única acionista da companhia aberta BNDESPAR.

1161.1. A CVM não elegeu a companhia aberta BNDESPAR, subsidiária integral da empresa pública federal BNDES, como prioridade de sua supervisão. O BNDES, por meio do BNDESPAR, foi responsável por parcela muito significativa das operações de mercado de capitais, entre os anos de 2008 e de 2015. Em particular, as operações de apoio financeiro concedidas através do BNDESPAR envolveram operações de reorganização societária, emissão e subscrição privada de valores mobiliários, aumentos de capital por subscrição privada e subscrição de valores mobiliários conversíveis e ações.

1161.2. Há indícios de que três vertentes regulatórias – supervisão, fiscalização e sanção – sobre o uso de informação relevante não divulgada ao mercado, especificamente, a prática de 'insider trading', carece de maior efetividade, propiciando a impunidade dos agentes que se beneficiam da informação privilegiada para operar no mercado de valores mobiliários.

1161.3. Quanto à eficiência no combate ao uso de informação privilegiada, o que se percebe é uma omissão ou atuação insuficiente da CVM na fiscalização dos casos de 'insider trading'. Omissão ou insuficiência não no sentido de haver pouca fiscalização, mas no sentido de haver fiscalizações dispersas, que produzem pouco resultado prático. São supervisões pontuais, sem foco, levando em consideração que deveriam ter como critérios o porte dos agentes e a materialidade das operações,

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

além da reiteração de operações potencialmente lesivas ao mercado. Tampouco há avaliação sistêmica buscando os focos mencionados, uma vez que parte considerável da fiscalização fica a cargo do autorregulador, que padece de conflito de interesse.

1161.4. Sem entrar no mérito da análise de cada um dos casos que passam pelos comitês de comunicação e de detecção, o que se percebe é que os comitês fazem uma análise perfunctória dos casos, levando adiante apenas os que julgam mais graves. A seleção dos casos é feita, em sua maioria, a partir de processos oriundos da BSM, percepção dos analistas da CVM em função de oscilações atípicas e outros fatores e denúncias provenientes da SOI. Não parece haver, nessa sistemática de seleção, uma visão macro que busque identificar atores que representariam maiores riscos, como, por exemplo, maior capacidade de articulação com outras instituições financeiras, maior reiteração e maior materialidade, como determinados investidores institucionais, papéis específicos desempenhados habitualmente nos mercados (especulação, proteção, etc.), intermediários usualmente utilizados como veículo, entre outras visões macroeconômicas.

1161.5. A análise qualitativa da ação da CVM sinaliza que existe o risco de que a irregularidade cometida por insiders seja recompensada, de modo que seria prudente aumentar iniciativas que busquem maior foco nos casos de insiders analisados, ponderando questões de risco e materialidade com a disponibilidade fiscalizatória, visando a uma maior contundência nas decisões e menor desperdício de recursos.

1162. De acordo com a LMC (art. 22, §1º, incisos I e II), compete à Comissão de Valores Mobiliários expedir, entre outras, normas aplicáveis às companhias abertas sobre a natureza das informações que devam divulgar, a periodicidade dessa divulgação, sobre o relatório da administração e suas demonstrações financeiras (das companhias abertas).

1163. A Lei 6.385/1976 também atribuiu competência à CVM para expedir normas que exijam que as demonstrações financeiras dos emissores de valores mobiliários sejam auditadas por auditor independente registrado naquela autarquia federal (art. 4º, §3º, inciso II). Ademais, a lei permitiu à CVM determinar às companhias abertas que republiquem, com correções ou aditamentos, suas demonstrações financeiras, além de informações, como comunicados ao mercado ou fatos relevantes, e relatórios (art. 9º, inciso IV).

1164. Além das prescrições da Lei 6.835/1976, incidem aquelas contidas na lei das sociedades anônimas (LSA) – Lei 6.404/76. Por esta, as demonstrações financeiras das companhias abertas observarão os princípios de contabilidade geralmente aceitos e obedecerão aos preceitos da própria lei das sociedades anônimas (LSA) – contidas no Capítulo XV, em especial, na Seção II, da Lei 6.404/76 –, da legislação comercial e, ainda, as normas expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários (art. 177, §3º, da LSA). Serão, ainda, "obrigatoriamente submetidas à auditoria por auditores independentes nela registrados" (na redação dada pela Lei 11.941/2009).

1165. As demonstrações financeiras constituem um dos mais importantes documentos formais de comunicação dos resultados empresariais. Trata-se de um conjunto estruturado de elementos, cuja elaboração e divulgação é de responsabilidade da administração das companhias abertas. Essencialmente, é por meio das demonstrações financeiras, anuais ou periódicas (trimestrais), que os analistas de investimento obtêm informações sobre a situação operacional, patrimonial e econômico-financeira das companhias abertas, que têm valores mobiliários emitidos nos mercados regulamentados pela CVM.

1166. Não obstante, essas informações são revisadas mediante o trabalho do auditor independente sobre as demonstrações financeiras, cuja opinião, modificada ou não, dirá se as informações retratam fidedignamente a situação patrimonial e econômico-financeira da companhia auditada. Logo, uma vez que as leis impõem o trabalho de revisão sobre as demonstrações financeiras a ser feito pelo auditor independente, conclui-se que as demonstrações financeiras e o relatório do auditor independente sobre

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

essas demonstrações compõem um todo indissociável, no que concerne à adequação dessas informações à legislação aplicável, inclusive, às normas infralegais expedidas pela CVM. Nesse contexto, observam-se duas informações indissociáveis, no que tange a assegurar ao investidor, ao mercado e ao público em geral o acesso às informações de qualidade sobre as companhias abertas.

1167. A credibilidade das companhias depende fundamentalmente de as demonstrações financeiras serem confiáveis, por traduzirem fidedignamente, da melhor maneira possível, a situação patrimonial, financeira, econômica e operacional da empresa (companhia aberta).

1168. Da forma como foi encadeada a supervisão por iniciativa da CVM, o evento de risco que deflagra a atenção da SEP foi definido inicialmente como sendo o lançamento, pelo auditor independente, de parecer com ressalva, com abstenção de opinião ou com ênfase. Posteriormente, a expressão foi adequada à nova realidade normativa, referindo eventos de opinião modificada. Efetivamente, o evento de risco que dispara o gatilho da supervisão por iniciativa própria da autarquia foi definido, inicialmente, a partir do número médio de pareceres ressalvados emitidos pelo auditor independente para companhias de cada grupo desde 1/1/2009 e, posteriormente, quando os relatórios dos auditores independentes sobre as demonstrações financeiras das companhias abertas apresentassem opinião modificada, a qual não inclui aquela opinião expressa também por parágrafos de ênfase.

1169. A auditoria observou que há papéis de supervisão sobre as demonstrações financeiras das companhias abertas e sobre os trabalhos dos auditores independentes entre duas superintendências, respectivamente, a Superintendência de Relações com Empresas (SEP) e a Superintendência de Normas Contábeis (SNC). Essa forma de organizar os trabalhos apresenta potencial de produzir assimetrias no tratamento da interpretação de temas contábeis relacionados à qualidade das demonstrações financeiras das companhias abertas.

1170. Em conclusão, da perspectiva mais ampla de assegurar efetiva confiança do investidor nas demonstrações financeiras das companhias abertas, encontraram-se indícios de redundância e superposição de autoridade de supervisão, relacionada à interpretação de temas contábeis, entre a Superintendência de Relações com Empresas (SEP) e a Superintendência de Normas Contábeis (SNC), que têm o potencial de reduzir a eficácia e a eficiência da atuação regulatória da autarquia.

1171. No que concerne à questão "7.a" da matriz de planejamento, a resposta é que há indícios de que a atuação da CVM (normatização, supervisão, fiscalização e punição), relacionada ao mandato legal de proteção dos investidores em fundos de investimento não tem como foco os aspectos mais relevantes em termos de materialidade e risco.

1172. No que concerne ao foco nos aspectos mais relevantes em termos de materialidade, a auditoria constatou que, ao fim de 2019, aproximadamente três quartos dos ativos componentes das carteiras dos 19.165 fundos de investimento eram títulos públicos federais, operações compromissadas com lastro em títulos públicos federais, operações compromissadas com lastro em títulos públicos estaduais, municipais e privados, letras financeiras e CDB/RDB. Tais ativos representavam um montante de quase R$ 3,6 trilhões em dezembro de 2019, e, à exceção das letras financeiras, não são valores mobiliários. Encontram-se aplicados em instituições financeiras ou intermediários de mercados sob a regulação e a jurisdição do Banco Central do Brasil (BCB). Logo, não são supervisionados diretamente pela CVM, que não pode efetuar testes de integridade diretamente sobre tais ativos. Há, portanto, um problema de interconectividade dos fundos de investimento com o sistema financeiro que só poderá ser resolvido se for implementada uma efetiva coordenação regulatória entre o Banco Central do Brasil e a Comissão de Valores Mobiliários. Em particular, recomenda-se que a supervisão sobre os ativos das carteiras de ativos dos fundos de investimento que estão sob a jurisdição da autoridade monetária passe à responsabilidade do Banco Central do Brasil (BCB).

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

1173. A questão, remetendo às discussões internacionais sobre a estabilidade financeira nos mercados e à contribuição que os fundos de investimento possam ter sobre essa variável, foi mencionada no Plano Bienal 2017 – 2018 da Supervisão Baseada em Risco da CVM (p. 53), sem, entretanto, delinear seus específicos contornos. Outrossim, o Relatório de Gestão da CVM (p. 64), relativo ao ano de 2017, fez alusão às ações referentes à checagem da avaliação de ativos – abordando pareceres de auditor, precificação de ativos e consistência de metodologia, tampouco trazendo maiores detalhes.

1174. A materialidade da indústria de fundos do Brasil atinge R$ 8,5 trilhões (a valores de dezembro de 2019), equivalentes, grosso modo, a 1,5 PIB. Esse montante distribui-se entre R$ 5,4 trilhões aplicados em fundos de investimento e R$ 3,1 trilhões aplicados em fundos de investimento em cotas de fundos de investimento. O número de cotistas é superior a 13 milhões e meio de cotistas, entre pessoas naturais e jurídicas, que possuem mais de 17,8 milhões de contas. Ou seja, são modalidades de investimento de recursos (ou de poupanças) de milhões de pessoas, naturais e jurídicas, que entregaram suas disponibilidades para administradores autorizados pela CVM gerir, em regime fiduciário (i.e., de confiança legal).

1175. Soma-se à essa dificuldade o fato de que, só recentemente, a CVM passou a incluir em sua pauta regulatória atenção sobre a liquidez e a alavancagem dos fundos de investimento. A verificação da efetiva existência dos ativos supostamente existentes nas carteiras, considerando-se que são ativos sujeitos a outra autoridade regulatória, bem como a efetiva supervisão sobre a adequação das provisões sobre os ativos, a regularidade da custódia desses ativos, a coerência das carteiras aos registros do custodiante, a adequabilidade do lastro desses ativos (p.ex., do lastro de operações compromissadas e direitos creditórios), a conformidade das carteiras às demonstrações financeiras, as metodologias de precificação desses ativos nas carteiras e a relação de pertinência entre a precificação feita pelo gestor ou administrador e o valor de mercado dos ativos. Em suma, constata-se que a indústria brasileira de fundos de investimento exibe uma substancial interdependência com o mercado financeiro, regulado pela autoridade monetária.

1176. A auditoria identificou vulnerabilidades no significativo número de investimentos, ou de aplicações, fundo a fundo, que atingiam, em setembro de 2018, mais de 84 mil entrelaçamentos. Atualmente, esse número deve ser ainda maior, uma vez que o número de fundos cresceu de 17.129, em dezembro de 2018, para 19.165, em dezembro de 2019, o que representou um aumento de mais de dois mil fundos em um ano. Nesse contexto, de franca e contínua expansão no número de fundos de investimento no Brasil, existe um risco crescente de que a interligação entre os fundos possa redundar em contaminação em cascata, durante eventos de estresse nos mercados de capitais. Essa constatação constitui indício de que a supervisão é operacionalmente difícil e que a omissão pode expor a indústria de fundos brasileira ao risco sistêmico de perdas nos investimentos de um número considerável de pessoas naturais e jurídicas. Por óbvio, a interdependência entre os fundos potencializa os efeitos de transmissão das decisões de investimento e dos riscos associados, de mercado e específicos, porque a cadeia de transmissão está montada a partir de um conjunto de grandes fundos na base da pirâmide da estrutura de fundos, os chamados fundos principais, fundos-mães ou máster, e feeders (que se "alimentam" de lastro e de rentabilidade dos fundos principais). (Observação: O modelo de regulação brasileiro admite que as instituições autorizadas a administrar carteiras de valores mobiliários montem estruturas denominadas "master – feeder", através das quais vários fundos de investimento em contas de fundos de investimento (FICFI) são criados e investem em poucos fundos de investimento principais. Essa forma de estruturação assemelhar-se-ia a uma pirâmide invertida, do ponto de vista do número de fundos dependentes da seleção de ativos de outros fundos de investimento).

1177. Há indícios de potencial conflito de interesse dos diretores e ex-diretores da CVM, considerando-se o substancial número de processos administrativos perante a autarquia que têm menção à atuação desses diretores, antes, durante e depois do exercício dos respectivos mandatos. À vista desse quadro, seria recomendável a Segecex avaliar a conveniência e oportunidade de realizar fiscalização para analisar, de forma ampla e pormenorizada, com cruzamento de dados a partir de

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

diversos julgados da CVM, consultas às bases de dados do LabContas e intercâmbio com outros órgãos de controle, se há conflitos de interesse efetivos que possam comprometer a independência e imparcialidade dos julgamentos da autarquia (item 848).

1177.1. As decisões do colegiado da CVM, principalmente, em sede de processos administrativos sancionadores, são tomadas em caráter ad hoc, caso a caso, sem referência a precedentes consolidados sob a forma de súmulas, de decisões-paradigma, de pareceres de orientação e de repositórios selecionados de julgados. Há, por conseguinte, a oportunidade de melhoria da governança institucional, consistente na instituição de vetores sumulares para assegurar a observância dos precedentes decisórios.

VI. Proposta de encaminhamento

1178. Ante todo o exposto, submetemos à consideração superior o seguinte conjunto de proposições:

1178.1. Recomendar à Comissão de Valores Mobiliários, com fundamento no art. 43, inciso I, da Lei 8.443/1992, combinado com o art. 250, inciso III, do Regimento Interno do Tribunal de Contas da União (RITCU), e no artigo 11 da Resolução-TCU 315, de 2020, que promova ações regulatórias especificamente voltadas às companhias abertas que ostentam a qualidade de empresas estatais federais (itens 449 a 454), inclusive, mediante o incremento do regime de cooperação que mantém com o Tribunal de Contas da União, por exemplo, a celebração de convênio de cooperação com o objetivo de implementar ações de controle conjunto sobre as sociedades de economia mista federais que ostentam a qualidade de companhias abertas (item 455).

1178.2. Recomendar à Comissão de Valores Mobiliários, com fundamento no art. 43, inciso I, da Lei 8.443/1992, combinado com o art. 250, inciso III, do Regimento Interno do Tribunal de Contas da União (RITCU), e no artigo 11 da Resolução-TCU 315, de 2020, que promova ações regulatórias específicas para analisar operações societárias capazes de afetar de maneira significativa os direitos dos acionistas minoritários (por exemplo, operações de fusão, cisão e incorporação, reorganização societária, transações com partes relacionadas, aumentos de capital por subscrição privada, emissões privadas de valores mobiliários conversíveis em ações, reduções de capital e conversões de ações) da perspectiva das relações de troca econômica subjacentes às operações supracitadas, inclusive as que envolvam a emissão de valores mobiliários por meio de esforços restritos de distribuição (itens 541 a 546).

1178.3. Recomendar à Comissão de Valores Mobiliários, com fundamento no art. 43, inciso I, da Lei 8.443/1992, combinado com o art. 250, inciso III, do Regimento Interno do Tribunal de Contas da União (RITCU), e no artigo 11 da Resolução-TCU 315, de 2020, que promova ações regulatórias, incluindo ações de supervisão, voltadas especificamente às operações de reorganização societária que tenham a companhia aberta BNDESPAR como sócia com participação relevante ou cujas companhias envolvidas sejam coligadas ao BNDESPAR (item 543) e ações regulatórias voltadas especificamente às operações de emissão privada de valores mobiliários conversíveis em ações ou conversão de ações, aumentos de capital por subscrição privada e transações com partes relacionadas que tenham a companhia aberta BNDESPAR como sócia com participação relevante ou cujas companhias envolvidas sejam coligadas ao BNDESPAR ou, ainda, que tenham sido estruturadas com a participação ou a interveniência do BNDESPAR, inclusive, mediante o incremento do regime de cooperação que mantém com o Tribunal de Contas da União, com o objetivo de implementar ações de controle conjunto (itens 565 a 569).

1178.4. Recomendar à Comissão de Valores Mobiliários, com fundamento no art. 43, inciso I, da Lei 8.443/1992, combinado com o art. 250, inciso III, do Regimento Interno do Tribunal de Contas da União (RITCU), e no artigo 11 da Resolução-TCU 315, de 2020, que promova ações regulatórias de supervisão, fiscalização e sanção mais efetivas e eficientes, de modo a eficazmente coibir ou prevenir o

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

uso de informação relevante ainda não divulgada publicamente no mercado de valores mobiliários (itens 770 a 776).

1178.5. Recomendar à Comissão de Valores Mobiliários, com fundamento no art. 43, inciso I, da Lei 8.443/1992, combinado com o art. 250, inciso III, do Regimento Interno do Tribunal de Contas da União (RITCU), e no artigo 11 da Resolução-TCU 315, de 2020, que promova ações regulatórias mais efetivas e eficientes na supervisão sobre as atividades dos agentes autônomos de investimento vinculados às grandes corretoras, a fim de aperfeiçoar a supervisão sobre as atividades dos agentes autônomos de investimento (itens 941 a 943).

1178.6. Recomendar à Comissão de Valores Mobiliários, com fundamento no art. 43, inciso I, da Lei 8.443/1992, combinado com o art. 250, inciso III, do Regimento Interno do Tribunal de Contas da União (RITCU), e no artigo 11 da Resolução-TCU 315, de 2020, que reformule seus processos de trabalho para superar a ineficiente intersecção e superposição das autoridades técnicas de supervisão sobre as demonstrações financeiras das companhias abertas, entre a Superintendência de Relações com Empresas (SEP) e a Superintendência de Normas Contábeis (SNC) (itens 993 a 997).

1178.7. Recomendar à Comissão de Valores Mobiliários, com fundamento no art. 43, inciso I, da Lei 8.443/1992, combinado com o art. 250, inciso III, do Regimento Interno do Tribunal de Contas da União (RITCU), e no artigo 11 da Resolução-TCU 315, de 2020, que institua vetores decisórios objetivos pré-estabelecidos e transparentes que, observando precedentes decisórios do colegiado da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), permitam aos regulados decisões mais previsíveis aos processos administrativos daquela autarquia, em conformidade com o princípio constitucional da igualdade, insculpido no art. 37, caput, da Constituição Federal (itens 1043 e 1048) [a referência correta são os itens 1054 e 1060].

1178.8. Recomendar à Comissão de Valores Mobiliários (CVM), com fulcro no art. 43, inciso I, da Lei 8.443/1992, combinado com o art. 250, inciso III, do Regimento Interno do Tribunal de Contas da União (RITCU), e no artigo 9º, inciso II, da Resolução-TCU 315, de 2020, que, promova ações de supervisão, fiscalização e sanção para superar as deficiências de supervisão sobre os mais de vinte mil fundos de investimento no Brasil, com foco na falta de lastro dos ativos, em falhas na precificação dos ativos, na insuficiência de provisões e em riscos sistêmicos derivados do grande número de relacionamentos entre fundos, em especial, entre fundos masters e fundos feeders no mercado de valores mobiliários, como meio de aperfeiçoar a gestão do mandato legal de proteger os titulares de valores mobiliários, no caso, cotas de fundos de investimento, de atos ilegais de administradores de carteiras de valores mobiliários, previsto no artigo 4º, inciso IV, alínea "b", da Lei 6.385/76 (itens 1117 a 1119).

1178.9. Recomendar à Comissão de Valores Mobiliários, com fundamento no art. 43, inciso I, da Lei 8.443/1992, combinado com o art. 250, inciso III, do Regimento Interno do Tribunal de Contas da União (RITCU), e no artigo 11 da Resolução-TCU 315, de 2020, que avalie a conveniência e oportunidade de incluir, nos planos de auditoria interna, testes de auditoria substantivos sobre as efetivas atividades de supervisão elencadas nos planos bienais de supervisão baseada em risco (SBR) na área dos fundos de investimento (item 1072).

1179. Ademais, propõe-se:

1179.1. Comunicar ao Ministério da Economia sobre o conflito de interesses, efetivo, potencial ou aparente, na atuação de diretores e ex-diretores na CVM e em instituições ligadas ao mercado de capitais (item 848);

1179.2. Recomendar, com fulcro no art. 43, inciso I, da Lei 8.443/1992, combinado com o art. 250, inciso III, do Regimento Interno do Tribunal de Contas da União (RITCU), e no artigo 11 da Resolução-TCU 315, de 2020, ao Ministério da Economia, na condição de Ministério supervisor tanto da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) como do Banco Central do Brasil (BCB), que coordene ações destinadas especificamente à mitigação dos riscos de supervisão sobre a indústria de fundos de investimento, em

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

especial, os riscos derivados da interconexão entre as carteiras de ativos dos fundos e os ativos financeiros, em linha, inclusive, com as prescrições de organizações internacionais, como, por exemplo, o comitê de estabilidade financeira (itens 914 a 1070);

1179.3. Recomendar, com fundamento no art. 43, inciso I, da Lei 8.443/1992, combinado com o art. 250, inciso III, do Regimento Interno do Tribunal de Contas da União (RITCU), e no artigo 11 da Resolução-TCU 315, de 2020, ao Ministro da Economia, que avalie, com fulcro no princípio constitucional da impessoalidade, a oportunidade e a conveniência de indicar, para a diretoria da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), servidores efetivos provenientes dos quadros ativos das superintendências finalísticas da CVM, de modo a manter o equilíbrio na composição do Colegiado Diretor da Autarquia (itens 1050 a 1059).

1179.4. Considerar cumprida, no âmbito do TCU, a determinação contida no item 9.2 do Acórdão 952/2014-TCU-Plenário, haja vista que o processo foi julgado e as providências tomadas, e parcialmente cumpridas as recomendações contidas no item 9.3 e subitens do Acórdão 952/2014-TCU-Plenário, encerrando-se a necessidade de monitoramento adicional sobre os aspectos lá mencionados (item 614);

1179.5. Dar ciência, com fundamento no artigo 9º, inciso II, da Resolução-TCU 315, de 2020, ao Corregedor-Geral da União da atuação de ofício da então Procuradora-Chefe da Procuradoria Federal Especializada junto à Comissão de Valores Mobiliários (CVM) no processo administrativo que culminou no cancelamento do registro da companhia estrangeira LAET;

1179.6. Determinar à Secretaria de Controle Externo da Administração Indireta no Rio de Janeiro do TCU (SecexEstataisRJ) que monitore a implementação das recomendações constantes dos subitens do presente acórdão e que autue processo de representação para tratar da sonegação de informações relatada na seção intitulada "limitações inerentes à auditoria" do relatório de auditoria;

1179.7. Encaminhar cópia da presente deliberação, acompanhada do relatório e voto que a fundamentam, à Presidência da Câmara dos Deputados e do Senado Federal, à Comissão Mista de Planos, Orçamentos Públicos e Fiscalização do Congresso Nacional (CMO), ao Ministério da Economia e à Secretaria de Governo da Presidência da República; e

1179.8. Arquivar os autos, nos termos do art. 169, inciso V, do Regimento Interno/TCU.

VII – Parecer do Diretor supervisor da auditoria

4. O diretor responsável pela supervisão da auditoria apresentou a seguinte manifestação (peça 93):

1. Manifesto-me de acordo com a proposta formulada pelo Auditor Alberto Henriques de Araújo Pereira.

2. Para finalizar a análise efetuada nos autos, resta pendente o exame dos comentários dos gestores referentes às recomendações efetuadas pelo supervisor da fiscalização, ipsis litteris (peça 84, p. 6-7):

> *m) Recomendar que a CVM modernize seus sistemas de apoio à gestão processual, tornando eletrônicos todos os seus processos, além de propiciar e sistematizar o lançamento de informações processuais essenciais para a elaboração de relatórios de gestão, controle e rastreamento de processos e realização de buscas estruturadas, de maneira a tornar automática toda e qualquer consulta a dados dos processos geridos pela entidade, bem como proceder à sistematização da jurisprudência da entidade, também por meio de ferramentas de TI, de maneira a tornar fácil e ágil o acesso e a busca por informações;*

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

n) Recomendar que a CVM proceda à revisão periódica dos planos bienais de supervisão baseada em risco, de maneira a doravante abarcar a detecção de irregularidades que tenham sido noticiadas à CVM por meios alheios às verificações levadas a efeito por intermédio desse planejamento, mas cuja gravidade das ilegalidades subjacentes ensejaria alteração de rumos nas escolhas regulatórias da entidade, com a finalidade de propiciar que, em uma próxima oportunidade, tenha a entidade condições de constatar essas mesmas irregularidades em outras ocorrências similares;

o) Recomendar que a CVM adote medidas com vistas a implementar setor de inteligência com acesso próprio interno e exclusivo, sem intermediação da B3, a todos os bancos de dados das negociações havidas no mercado de capitais, estabelecer tipologias e definir pontos de controle, de maneira que o sistema alerte automaticamente inconsistências que devam ser objeto de verificações pela entidade, com o intuito de tornar a atuação da entidade mais célere e efetiva no combate à prática de 'insider trading', tendo em vista a impossibilidade fática, por maior que seja a estrutura da entidade, de se fiscalizar caso a caso a enorme quantidade de transações realizadas diariamente no mercado de capitais;

p) Recomendar que a CVM proceda à informatização de todos os dados contábeis das companhias sob sua supervisão, com base nos lançamentos efetuados pelas próprias empresas, que pode ser realizado diretamente no sistema via web, ou por outro meio mais adequado, criando ferramentas de TI que procedam a comparações de dados, tanto entre demonstrativos financeiros da mesma companhia de anos anteriores como entre demonstrativos de outras empresas, conforme critérios definidos pela entidade, de maneira aencontrar automaticamente inconsistências e indícios de manipulações contábeis e irregularidades outras; e

q) Recomendar que a CVM crie, na supervisão dos fundos de investimento, sistema informatizado alimentado via web pelos gestores dos próprios fundos, ou por outro meio mais adequado, com informações definidas pela CVM, procedendo a cruzamentos de dados com os sistemas da B3 e do Banco Central, de modo a viabilizar permanente fiscalização desses fundos, principalmente em relação à avaliação de sua carteira de ativos.

3. Considerando a recomendação exposta no item m supra, a CVM levantou os pontos abaixo, in verbis (peça 9, p. 8):

1. Nos anos recentes, a CVM tem passado por processo de rápida modernização em termos de sistemas de apoio à gestão processual, notadamente com a adoção do SEI e a evolução de sua infraestrutura de TI. A propósito, a CVM foi uma das primeiras instituições do país a adotar o SEI como ferramenta de processo eletrônico. A adoção da ferramenta foi realizada por etapas e hoje todos os novos processos são abertos em formato eletrônico.

2. O esforço da Autarquia na modernização de seus processos e sistemas, tanto para utilização interna quanto para melhoria no atendimento ao mercado e ao cidadão, tem sido reconhecido e premiado. Recentemente, o Sistema de Gestão de Desempenho dos servidores da CVM foi considerado referência na Administração Pública Federal e dois servidores forem premiados como Inovadores do Ano pela implantação do Protocolo Digital Integrado da Autarquia, construído em colaboração com o Ministério da Economia.

3. Em relação especificamente aos processos sancionadores, a CVM dispõe do Sistema

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

de Inquéritos (INQ), que já permite um nível de controle processual, com possibilidade de buscas estruturadas, produção de relatórios, categorização de processos sancionadores por tipo de infração, entre outros recortes. Já havia sido identificada oportunidade de aprimoramentos no INQ e, atualmente, estamos em fase de ajustes e implantação do Sistema Sancionador Integrado (SSI), que utiliza tecnologia mais moderna e oferece mais possibilidades de disponibilizar informações processuais relevantes e automáticas. O SSI inclui, além dos processos sancionadores, os processos de supervisão em que se identificou potencial sancionador.

4. Além dessas iniciativas, está em curso um processo para contratação da ferramenta Power BI e de melhoria na infraestrutura de TI que permitirá a disponibilização de relatórios eletrônicos interativos (dashboards) com informações processuais/gerenciais e que poderão, conforme necessidade, ser disponibilizadas para acesso interno ou externo. Ainda antes de finalizar a aquisição do Power BI, vários dashboards já estão sendo criados em diferentes unidades da CVM.

5. Quanto à jurisprudência, o detalhamento dos julgamentos realizados e as decisões tomadas em reuniões do Colegiado já são disponibilizados para consulta pública na internet, com ferramentas de busca para filtrar e localizar decisões. Embora atualmente as decisões e os julgados publicados não sejam classificados por tema e não exista a possibilidade de inclusão de metadados, a evolução no tratamento das informações é continuamente objeto de avaliação das áreas responsáveis. As decisões sobre aprimoramento e evolução dos sistemas, porém, está sujeita às restrições de recursos humanos e orçamentários e são priorizadas pelos Comitês internos e demais órgãos e gestores responsáveis considerando, entre outros pontos, o alinhamento estratégico e os benefícios esperados para a sociedade.

6. Assim, e como a CVM já vem atuando nos termos do que consta da proposta de recomendação acima, sendo que existem, inclusive, fatos supervenientes ao trabalho de auditoria de que se trata nessa mesma direção, entendemos que a referida proposta perdeu o objeto. Não obstante, esta Autarquia não se oporia a qualquer recomendação no sentido de que prossiga e aprofunde o seu processo de aperfeiçoamento tecnológico de que se trata.

4. Do exposto, verifica-se haver um esforço da entidade em aprimorar seus sistemas operacionais internos.

5. No entanto, como se observa do relato acima, há muitas ferramentas de TI ainda por ser implementadas, remanescendo obstáculos ao rastreamento de processos no âmbito da CVM, conforme verificou a própria equipe de auditoria, a qual enfrentou relevantes desafios para conseguir obter as informações necessárias à realização do presente trabalho.

6. Sendo assim, somos pela manutenção da proposta.

7. Como instrumento de elucidação da CVM à recomendação do item n, foi apresentado o seguinte, in verbis (peça 90, p. 8):

1. A proposta de recomendação acima, em relação à revisão periódica dos planos bienais de Supervisão Baseada em Risco, contempla objetivo que já foi atingido pela CVM há alguns anos. O trabalho de revisão da Autarquia no particular tem ocorrido tanto de maneira planejada quanto diante de imprevisto, sempre com a atuação efetiva do seu Comitê de Gestão de Riscos (CGR).

2. Enfatiza-se que o trabalho planejado ocorre a cada exercício, ou seja, quando atingida a metade do tempo de execução do plano bienal de supervisão. Quando se

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

aproxima a metade do período de vigência do plano, trabalha-se em revisão dos riscos identificados para o período e no arcabouço do plano, e avalia-se se há a manutenção do cenário de riscos desenhado na ocasião do lançamento do plano de supervisão baseada em riscos. O resultado dessa avaliação é incorporado ao plano, no sentido de haver uma priorização nos planos de ação dos eventos de risco que se revelarem mais críticos nesse processo de revisão. Cabe reforçar que a instância decisória responsável pela revisão dos riscos da CVM, pela atualização do plano bienal, e pelas alterações na priorização dos eventos de risco a serem tratados na autarquia, é o CGR, mesma instância que aprova o plano bienal de Supervisão Baseada em Risco em seu lançamento.

3. O relatório de auditoria aponta situações em que a detecção de irregularidades ocorre em um horizonte temporal que diverge do calendário de revisões planejadas para o plano bienal. Assim, para esses casos o CGR tem agenda de reuniões ordinárias e periódicas, que totalizam cinco por exercício, nas quais qualquer risco emergente detectado nas atividades de supervisão, ou reportados à CVM por agentes externos, como o Ministério Público Federal, a Polícia Federal ou o TCU, podem ser adicionados à pauta da reunião, e são avaliados pelos membros do comitê. Essas avaliações, que ocorrem nas reuniões do CGR, resultam em deliberações e medidas que visam tratar os riscos analisados, e podem até representar mudanças de rumos nas escolhas regulatórias da CVM, se assim for entendido como necessário pelo CGR, lembrando que eventuais alterações regulatórias iniciadas a partir do trabalho do CGR passam por todo o caminho institucional de desenvolvimento de normativos estabelecido pela Autarquia.

4. Em relação ao procedimento de realização de reuniões extraordinárias, destacamos que existe um indicador institucional chamado Qualidade da Supervisão Baseada em Risco, que mede a quantidade de riscos críticos pautados em reunião extraordinária do CGR e que não constavam no Plano Bienal anterior. O resultado desse indicador permite uma reflexão sobre o processo de levantamento dos riscos vislumbrados para o biênio, por meio de um cotejo da realidade do período em que vigeu o plano de SBR com o planejamento que havia sido feito para esse mesmo período. Essa reflexão habilita ajustes na elaboração do SBR a cada interação, visando a orientar a atividade de supervisão para condutas de maior relevância.

5. Cabe destacar, ainda, que a convocação de uma reunião extraordinária do CGR tem como motivação eventualidade que revele grave risco às atividades da CVM e que demande urgência em sua análise. Os efeitos e decisões de uma reunião extraordinária do CGR são equivalentes aos de reuniões ordinárias, sem qualquer distinção.

6. Assim, o desenho institucional da CVM no particular e a atuação do Comitê de Gestão de Riscos da CVM (CGR) já contemplam o que se pretende com a proposta de recomendação acima, a qual, portanto, resta prejudicada.

8. À primeira vista, as informações prestadas pela CVM parecem ser suficientes para elidir a recomendação proposta.

9. No entanto, a equipe de auditoria observou que, a despeito de, em tese, haver toda a estrutura mencionada pela entidade, na prática, ela não tem funcionado a contento, não sendo materializadas alterações significativas na SBR mesmo diante de graves irregularidades encontradas, as quais têm grandes chances de terem sido replicadas em outros contextos.

10. Desta forma, manteremos a recomendação nos termos propostos.

11. No que concerne à recomendação o, a CVM trouxe os seguintes esclarecimentos, in verbis

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

(peça 90, p. 9):

> *1. Em 2019, a CVM promoveu uma alteração em sua estrutura organizacional para atender à crescente necessidade de análise de dados e utilização de analytics em seus processos internos. Foram criadas quatro áreas relacionadas ao tema, sendo duas delas especificamente para inteligência em investigação e supervisão. Desde então, vem sendo ampliado continuamente o conhecimento interno em análise de dados e a criação de ferramentas, relatórios e algoritmos que auxiliam no suporte às atividades finalísticas.*
>
> *2. Em relação a bases de dados, a CVM já tem acesso independente aos bancos de dados de negociações da B3, com atualização diária no dia seguinte à liquidação das operações. Esses dados estão armazenados no SAM Sistema de Acompanhamento de Mercado da CVM, que, utilizando softwares de BI Business Intelligence, transforma em informação os dados brutos coletados da B3.*
>
> *3. A Autarquia também tem desenvolvido esforços para a maior eficiência na utilização desses dados na supervisão do mercado. Pode-se citar como exemplos o Convênio de cooperação acadêmica celebrado com a USP em 26.09.2018 e o desenvolvimento de projetos para ampliar a utilização de ferramentas de analytics e inteligência artificial, por meio de algoritmos desenvolvidos em linguagem Python, que auxiliam no cruzamento automatizado de informações sobre as milhões de operações realizadas em bolsa.*
>
> *4. Paralelamente, a CVM tem estimulado a capacitação de servidores na área de ciência de dados, ofertando cursos e apoio a programas de pós-graduação e promovendo grupos de trabalho e troca de experiências entre os servidores mais ligados à área. Limitações orçamentárias podem impactar a velocidade desse processo, mas alguns resultados já são uma realidade e a perspectiva é de ampliar progressivamente a utilização dessas tecnologias.*
>
> *5. Assim, e como a CVM já vem atuando nos termos do que consta da proposta de recomendação acima, sendo que existem, inclusive, fatos supervenientes ao trabalho de auditoria de que se trata nessa mesma direção, entendemos que a referida proposta perdeu o objeto. Não obstante, esta Autarquia não se oporia a qualquer recomendação no sentido de que prossiga e aprofunde o seu processo de aperfeiçoamento tecnológico de que se trata.*

12. Conforme se observa das informações prestadas pela CVM, a utilização de ferramentas de inteligência e TI é ainda muito incipiente no âmbito da entidade.

13. A despeito dos esforços até aqui empreendidos, há ainda uma grande lacuna de atuação no que diz respeito à coibição da prática de 'insider trading', sendo o incremento do emprego de sistemas computacionais fundamental para a efetiva realização da supervisão e fiscalização minimamente necessárias ao cumprimento desse dever institucional.

14. A CVM, além de incrementar seu parque de informática, tem de internalizar bancos de dados de outros entes estatais, como o sistema CPF, além de cruzar informações, para, por exemplo, verificar de forma automática que determinado parente de gestor de empresa efetuou transação suspeita.

15. Sendo assim, será mantida a recomendação, com a complementação referente à questão da internalização de outros bancos de dados e consequente cruzamento de informações.

16. Com relação à recomendação constante do item p, a CVM enviou as explicações que se seguem, in verbis (peça 90, p. 9):

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

1. Os dados contábeis das companhias sob a supervisão da CVM são recebidos de duas maneiras.

2. As demonstrações financeiras anuais completas são encaminhadas por meio do Módulo IPE do Sistema Empresas Net (ENET), em arquivo PDF.

3. Esses mesmos dados são utilizados para preenchimento de um formulário padronizado denominado Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP). Desse modo, os números do Balanço Patrimonial, da Demonstração de Resultados do Exercício, da Demonstração de Mutações do Patrimônio Líquido, da Demonstração de Fluxo de Caixa e da Demonstração de Valor Adicionado, que constituem o conjunto de demonstrações financeiras previstas na Lei nº 6.404/76, são recebidos em campos estruturados que permitem a utilização de filtros e comparações dos dados.

4. Da mesma forma, as companhias encaminham trimestralmente os Formulários de Informações Trimestrais (ITR), que observam, em todos os aspectos de forma exceto quanto à periodicidade, o modelo das Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP).
5. Esses dados estruturados no Sistema ENET permitem a exportação dos dados para planilhas eletrônicas, bases de dados e sistemas de informações amplamente usados pelo mercado de capitais, como é o caso do Sistema Economática, por exemplo.

6. A partir dos dados provenientes dos formulários DFP e ITR, a CVM extrai informações da Economática e do sistema de business intelligence Cognos, a partir dos quais são geradas as informações utilizadas para o planejamento das ações de supervisão, conforme divulgado no site da CVM.

7. A supervisão de demonstrações financeiras de companhias registradas na CVM para o biênio 2019- 2020 inclui a supervisão de:

a. informações sobre controles internos adotados para assegurar a elaboração de demonstrações financeiras confiáveis;

b. informações sobre políticas contábeis críticas referentes a provisões e passivos contingentes adotadas pelo emissor;

c. informações sobre a natureza e a extensão de riscos decorrentes de instrumentos financeiros em notas explicativas;

d. critérios de elaboração de testes de recuperabilidade de ativos (testes de impairment) e seu impacto nas demonstrações financeiras das companhias abertas; e

e. critérios de contabilização de combinações de negócios e seu impacto nas demonstrações financeiras das companhias abertas.

8. Essas supervisões dependem da leitura de dados estruturados de demonstrações financeiras e formulários de referência, com o intuito de quantitativamente selecionar as Companhias que farão parte da supervisão.

9. Como já mencionado, a experiência de anos anteriores evidenciou que a análise periódica de demonstrações financeiras de uma amostra de companhias selecionadas com base em temas contábeis que representem um maior risco de descumprimento das normas em determinado período resultaria em uma utilização mais eficiente dos recursos de supervisão. No entanto, a busca de aprimoramentos nos sistemas disponíveis e nos procedimentos adotados é um foco constante das áreas de supervisão, pelo que avaliaremos a possibilidade de utilização de critérios de seleção de análise que levem em consideração elementos mencionados na proposta de recomendação

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

acima.

17. De acordo com os dados enviados, a CVM não processa automaticamente os dados das demonstrações financeiras remetidos pelas empresas sob sua supervisão.

18. A proposta de recomendação não é no sentido da realização de extração de dados de diversos sistemas para fundamentar medidas de fiscalização. O intuito é que os diferentes sistemas se comuniquem e dados de inteligência sejam obtidos de maneira automática.

19. Sendo assim, está-se propondo que os sistemas informatizados já apontem, sem participação humana direta, as inconsistências existentes nas demonstrações financeiras para tratamento imediato pela entidade. Portanto, manteremos a recomendação.

20. Finalmente, para a recomendação q, a CVM remeteu os comentários reproduzidos no item 1129 da instrução, não cabendo transcrevê-los novamente.

21. Do texto oferecido pela entidade, observamos que há sistemas que detectam inconsistências internas, mas não há aferição da veracidade das informações prestadas pelos fundos, por meio de cruzamento de dados obtidos de outras fontes de informação. Desta forma, entendemos que deva ser mantida a recomendação.

22. Ante todo o exposto, submetemos à consideração superior o seguinte conjunto de proposições:

22.1 Recomendar à Comissão de Valores Mobiliários, com fundamento no art. 43, inciso I, da Lei 8.443/1992, combinado com o art. 250, inciso III, do Regimento Interno do Tribunal de Contas da União (RITCU), e no artigo 11 da Resolução-TCU 315, de 2020, que promova ações regulatórias especificamente voltadas às companhias abertas que ostentam a qualidade de empresas estatais federais (itens 449 a 454), inclusive, mediante o incremento do regime de cooperação que mantém com o Tribunal de Contas da União, por exemplo, a celebração de convênio de cooperação com o objetivo de implementar ações de controle conjunto sobre as sociedades de economia mista federais que ostentam a qualidade de companhias abertas (item 455 da instrução).

22.2 Recomendar à Comissão de Valores Mobiliários, com fundamento no art. 43, inciso I, da Lei 8.443/1992, combinado com o art. 250, inciso III, do Regimento Interno do Tribunal de Contas da União (RITCU), e no artigo 11 da Resolução-TCU 315, de 2020, que promova ações regulatórias específicas para analisar operações societárias capazes de afetar de maneira significativa os direitos dos acionistas minoritários (por exemplo, operações de fusão, cisão e incorporação, reorganização societária, transações com partes relacionadas, aumentos de capital por subscrição privada, emissões privadas de valores mobiliários conversíveis em ações, reduções de capital e conversões de ações) da perspectiva das relações de troca econômica subjacentes às operações supracitadas, inclusive as que envolvam a emissão de valores mobiliários por meio de esforços restritos de distribuição (itens 541 a 546 da instrução).

22.3 Recomendar à Comissão de Valores Mobiliários, com fundamento no art. 43, inciso I, da Lei 8.443/1992, combinado com o art. 250, inciso III, do Regimento Interno do Tribunal de Contas da União (RITCU), e no artigo 11 da Resolução-TCU 315, de 2020, que promova ações regulatórias, incluindo ações de supervisão, voltadas especificamente às operações de reorganização societária que tenham a companhia aberta BNDESPAR como sócia com participação relevante ou cujas companhias envolvidas sejam coligadas ao BNDESPAR (item 543) e ações regulatórias voltadas especificamente às operações de emissão privada de valores mobiliários conversíveis em ações ou conversão de ações, aumentos de capital por subscrição privada e transações com partes relacionadas que tenham a companhia aberta BNDESPAR como sócia com participação relevante ou cujas companhias envolvidas sejam coligadas ao

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

BNDESPAR ou, ainda, que tenham sido estruturadas com a participação ou a interveniência do BNDESPAR, inclusive, mediante o incremento do regime de cooperação que mantém com o Tribunal de Contas da União, com o objetivo de implementar ações de controle conjunto (itens 565 a 569 da instrução).

22.4 Recomendar à Comissão de Valores Mobiliários, com fundamento no art. 43, inciso I, da Lei 8.443/1992, combinado com o art. 250, inciso III, do Regimento Interno do Tribunal de Contas da União (RITCU), e no artigo 11 da Resolução-TCU 315, de 2020, que promova ações regulatórias de supervisão, fiscalização e sanção mais efetivas e eficientes, de modo a eficazmente coibir ou prevenir o uso de informação relevante ainda não divulgada publicamente no mercado de valores mobiliários (itens 770 a 776 da instrução).

22.5 Recomendar à Comissão de Valores Mobiliários, com fundamento no art. 43, inciso I, da Lei 8.443/1992, combinado com o art. 250, inciso III, do Regimento Interno do Tribunal de Contas da União (RITCU), e no artigo 11 da Resolução-TCU 315, de 2020, que promova ações regulatórias mais efetivas e eficientes na supervisão sobre as atividades dos agentes autônomos de investimento vinculados às grandes corretoras, a fim de aperfeiçoar a supervisão sobre as atividades dos agentes autônomos de investimento (itens 941 a 943 da instrução).

22.6 Recomendar à Comissão de Valores Mobiliários, com fundamento no art. 43, inciso I, da Lei 8.443/1992, combinado com o art. 250, inciso III, do Regimento Interno do Tribunal de Contas da União (RITCU), e no artigo 11 da Resolução-TCU 315, de 2020, que reformule seus processos de trabalho para superar a ineficiente intersecção e superposição das autoridades técnicas de supervisão sobre as demonstrações financeiras das companhias abertas, entre a Superintendência de Relações com Empresas (SEP) e a Superintendência de Normas Contábeis (SNC) (itens 993 a 997 da instrução).

22.7 Recomendar à Comissão de Valores Mobiliários, com fundamento no art. 43, inciso I, da Lei 8.443/1992, combinado com o art. 250, inciso III, do Regimento Interno do Tribunal de Contas da União (RITCU), e no artigo 11 da Resolução-TCU 315, de 2020, que institua vetores decisórios objetivos pré-estabelecidos e transparentes que, observando precedentes decisórios do colegiado da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), permitam aos regulados decisões mais previsíveis aos processos administrativos daquela autarquia, em conformidade com o princípio constitucional da igualdade, insculpido no art. 37, caput, da Constituição Federal (itens 1043 e 1048 da instrução) [a referência correta são os itens 1054 e 1060].

22.8 Recomendar à Comissão de Valores Mobiliários (CVM), com fulcro no art. 43, inciso I, da Lei 8.443/1992, combinado com o art. 250, inciso III, do Regimento Interno do Tribunal de Contas da União (RITCU), e no artigo 9º, inciso II, da Resolução-TCU 315, de 2020, que, promova ações de supervisão, fiscalização e sanção para superar as deficiências de supervisão sobre os mais de vinte mil fundos de investimento no Brasil, com foco na falta de lastro dos ativos, em falhas na precificação dos ativos, na insuficiência de provisões e em riscos sistêmicos derivados do grande número de relacionamentos entre fundos, em especial, entre fundos masters e fundos feeders no mercado de valores mobiliários, como meio de aperfeiçoar a gestão do mandato legal de proteger os titulares de valores mobiliários, no caso, cotas de fundos de investimento, de atos ilegais de administradores de carteiras de valores mobiliários, previsto no artigo 4º, inciso IV, alínea b, da Lei 6.385/76 (itens 1117 a 1119 da instrução).

22.9 Recomendar à Comissão de Valores Mobiliários, com fundamento no art. 43, inciso I, da Lei 8.443/1992, combinado com o art. 250, inciso III, do Regimento Interno do Tribunal de Contas da União (RITCU), e no artigo 11 da Resolução-TCU 315, de 2020, que avalie a conveniência e oportunidade de incluir, nos planos de auditoria interna, testes de auditoria substantivos sobre as efetivas atividades de supervisão elencadas nos planos bienais de supervisão baseada em risco (SBR) na área dos fundos de investimento (item 1072 da instrução).

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

22.10 Recomendar à Comissão de Valores Mobiliários, com fundamento no art. 43, inciso I, da Lei 8.443/1992, combinado com o art. 250, inciso III, do Regimento Interno do Tribunal de Contas da União (RITCU), e no artigo 11 da Resolução-TCU 315, de 2020, que modernize seus sistemas de apoio à gestão processual, tornando eletrônicos todos os seus processos, além de propiciar e sistematizar o lançamento de informações processuais essenciais para a elaboração de relatórios de gestão, controle e rastreamento de processos e realização de buscas estruturadas, de maneira a tornar automática toda e qualquer consulta a dados dos processos geridos pela entidade, bem como proceder à sistematização da jurisprudência da entidade, também por meio de ferramentas de TI, de maneira a tornar fácil e ágil o acesso e a busca por informações (itens 3 a 6 da peça 84).

22.11 Recomendar à Comissão de Valores Mobiliários, com fundamento no art. 43, inciso I, da Lei 8.443/1992, combinado com o art. 250, inciso III, do Regimento Interno do Tribunal de Contas da União (RITCU), e no artigo 11 da Resolução-TCU 315, de 2020, que proceda à revisão periódica dos planos bienais de supervisão baseada em risco, de maneira a doravante abarcar a detecção de irregularidades que tenham sido noticiadas à CVM por meios alheios às verificações levadas a efeito por intermédio desse planejamento, mas cuja gravidade das ilegalidades subjacentes ensejaria alteração de rumos nas escolhas regulatórias da entidade, com a finalidade de propiciar que, em uma próxima oportunidade, tenha a entidade condições de constatar essas mesmas irregularidades em outras ocorrências similares (itens 7 a 16 da peça 84).

22.12 Recomendar à Comissão de Valores Mobiliários, com fundamento no art. 43, inciso I, da Lei 8.443/1992, combinado com o art. 250, inciso III, do Regimento Interno do Tribunal de Contas da União (RITCU), e no artigo 11 da Resolução-TCU 315, de 2020, que adote medidas com vistas a implementar setor de inteligência com acesso próprio interno e exclusivo, sem intermediação da B3, a todos os bancos de dados das negociações havidas no âmbito do mercado de capitais, incorporando e internalizando também informações de outros bancos de dados estatais, visando a cruzar dados, estabelecer tipologias e definir pontos de controle, de maneira que o sistema alerte automaticamente a existência de inconsistências que devam ser objeto de verificações pela entidade, com o intuito de tornar a atuação da entidade mais célere e efetiva no combate à prática de 'insider trading', tendo em vista a impossibilidade fática, por maior que seja a estrutura da entidade, de se fiscalizar caso a caso a enorme quantidade de transações realizadas diariamente no mercado de capitais (itens 17 a 22 da peça 84).

22.13 Recomendar à Comissão de Valores Mobiliários, com fundamento no art. 43, inciso I, da Lei 8.443/1992, combinado com o art. 250, inciso III, do Regimento Interno do Tribunal de Contas da União (RITCU), e no artigo 11 da Resolução-TCU 315, de 2020, que proceda à informatização de todos os dados contábeis das companhias sob sua supervisão, com base nos lançamentos efetuados pelas próprias empresas, que pode ser realizado diretamente no sistema via web, ou por outro meio mais adequado, criando ferramentas de TI que realizem comparações de dados, tanto entre demonstrativos financeiros da mesma companhia de anos anteriores como entre demonstrativos de outras empresas, conforme critérios definidos pela entidade, de maneira a encontrar automaticamente inconsistências e indícios de manipulações contábeis e irregularidades outras (itens 24 a 31 da peça 84).

22.14 Recomendar à Comissão de Valores Mobiliários, com fundamento no art. 43, inciso I, da Lei 8.443/1992, combinado com o art. 250, inciso III, do Regimento Interno do Tribunal de Contas da União (RITCU), e no artigo 11 da Resolução-TCU 315, de 2020, que crie, na supervisão dos fundos de investimento, sistema informatizado alimentado via web pelos gestores dos próprios fundos, ou por outro meio mais adequado, com informações definidas pela CVM, procedendo a cruzamentos de dados com os sistemas da B3 e do Banco Central e outros sistemas que entenda relevantes para as verificações necessárias, de modo a viabilizar permanente fiscalização desses

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

fundos, principalmente em relação à composição e avaliação de sua carteira de ativos (itens 33 a 37 da peça 84).

23. Ademais, propõe-se:

23.1 Comunicar ao Ministério da Economia sobre o conflito de interesses, efetivo, potencial ou aparente, na atuação de diretores e ex-diretores na CVM e em instituições ligadas ao mercado de capitais (item 848 da instrução).

23.2 Recomendar, com fulcro no art. 43, inciso I, da Lei 8.443/1992, combinado com o art. 250, inciso III, do Regimento Interno do Tribunal de Contas da União (RITCU), e no artigo 11 da Resolução-TCU 315, de 2020, ao Ministério da Economia, na condição de Ministério supervisor tanto da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) como do Banco Central do Brasil (BCB), que coordene ações destinadas especificamente à mitigação dos riscos de supervisão sobre a indústria de fundos de investimento, em especial, os riscos derivados da interconexão entre as carteiras de ativos dos fundos e os ativos financeiros, em linha, inclusive, com as prescrições de organizações internacionais, como, por exemplo, o comitê de estabilidade financeira (itens 914 a 1070 da instrução).

23.3 Recomendar, com fundamento no art. 43, inciso I, da Lei 8.443/1992, combinado com o art. 250, inciso III, do Regimento Interno do Tribunal de Contas da União (RITCU), e no artigo 11 da Resolução-TCU 315, de 2020, ao Ministro da Economia, que avalie, com fulcro no princípio constitucional da impessoalidade, a oportunidade e a conveniência de indicar, para a diretoria da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), servidores efetivos provenientes dos quadros ativos das superintendências finalísticas da CVM, de modo a manter o equilíbrio na composição do Colegiado Diretor da Autarquia (itens 1050 a 1059 da instrução).

23.4 Considerar cumprida, no âmbito do TCU, a determinação contida no item 9.2 do Acórdão 952/2014-TCU-Plenário, haja vista que o processo foi julgado e as providências tomadas, e parcialmente cumpridas as recomendações contidas no item 9.3 e subitens do Acórdão 952/2014- TCU-Plenário, encerrando-se a necessidade de monitoramento adicional sobre os aspectos lá mencionados (item 614 da instrução).

23.5 Dar ciência, com fundamento no artigo 9º, inciso II, da Resolução-TCU 315, de 2020, ao Corregedor-Geral da União da atuação de ofício da então Procuradora-Chefe da Procuradoria Federal Especializada junto à Comissão de Valores Mobiliários (CVM) no processo administrativo que culminou no cancelamento do registro da companhia estrangeira LAET (item 428.12 da instrução).

23.6 Determinar à Secretaria de Controle Externo da Administração Indireta no Rio de Janeiro do TCU (SecexEstataisRJ) que monitore a implementação das recomendações constantes dos subitens do presente acórdão e que autue processo de representação para tratar da sonegação de informações relatada na seção intitulada limitações inerentes à auditoria do relatório de auditoria (itens 401 a 421 da instrução).

23.7 Encaminhar cópia da presente deliberação, acompanhada do relatório e voto que a fundamentam, à Presidência da Câmara dos Deputados e do Senado Federal, à Comissão Mista de Planos, Orçamentos Públicos e Fiscalização do Congresso Nacional (CMO), ao Ministério da Economia e à Secretaria de Governo da Presidência da República.

23.8 Arquivar os autos, nos termos do art. 169, inciso V, do Regimento Interno/TCU.

24. Declaro, por fim, que foi verificado, no que se mostrou aplicável, o atendimento ao disposto na Resolução TCU 315/2020.

VIII. Parecer do Secretário

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

5. O titular da unidade técnica emitiu o seguinte parecer, acolhendo parcialmente a proposta do diretor responsável pela supervisão da ação de controle (peça 94):

O relatório preliminar de auditoria foi submetido aos comentários dos gestores na forma preconizada pela Portaria-Segecex 90/2020, isto é, na forma de excerto contendo as principais seções relativas a cada achado que gerou recomendação à CVM. Na sequência, os comentários foram incorporados ao relatório definitivo de auditoria e analisados nas seções respectivas.

Manifesto-me ***de acordo com a proposição do Sr. Diretor, à exceção do encaminhamento tratado na parte final do item 23.6 do despacho da subunidade técnica*** *(parte final do subitem 1.179.6 da instrução técnica), qual seja, autuar processo de representação para tratar da sonegação de informações relatada na seção intitulada limitações inerentes à auditoria do relatório de auditoria.*

O respaldo para tal proposta encontra-se, em essência, nos parágrafos 408, 420 e 421 do relatório de auditoria. Conforme apontado no parágrafo 408, tais limitações exigiram adaptações no roteiro inicial, mas não impediram o prosseguimento da auditoria nem a análise dos grandes temas selecionados na fase de planejamento.

Apesar de ter ocorrido tarjas parciais em algumas informações encaminhadas pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), que dificultaram algumas análises, tal ocorrência, a meu ver, não impediu o prosseguimento das avaliações que se fizeram necessárias, mormente se considerarmos o foco deste trabalho. Nesse sentido, entendo que a CVM deve ser cientificada a respeito.

Diante do exposto, ***os itens 23.6 e seguintes da proposição da subunidade técnica passam a ser redigidos da seguinte forma:***

23.6 Determinar à Secretaria de Controle Externo da Administração Indireta no Rio de Janeiro do TCU (SecexEstataisRJ) que monitore a implementação das recomendações constantes dos subitens do presente acórdão;

23.7 Dar ciência à Comissão de Valores Mobiliários CVM, com fundamento no art. 9º da Resolução-TCU 315/2020, que a sonegação de informações ao Tribunal de Contas da União, na forma, por exemplo, de apor tarjas em parte da documentação, ainda que parcial, contraria o disposto no art.42 da Lei 8.443/92 (itens 401 a 421 da instrução);

23.8 Encaminhar cópia da presente deliberação, acompanhada do relatório e voto que a fundamentam, à Presidência da Câmara dos Deputados e do Senado Federal, à Comissão Mista de Planos, Orçamentos Públicos e Fiscalização do Congresso Nacional (CMO), ao Ministério da Economia e à Secretaria de Governo da Presidência da República; e

23.9 Arquivar os autos, nos termos do art. 169, inciso V, do Regimento Interno/TCU.

IX. Proposta final consolidada da unidade técnica

6. Em vista do exposto, **a proposta final da unidade técnica**, ajustando-se as conclusões da equipe de auditoria às complementações e ressalvas feitas pelo diretor supervisor e pelo secretário, restou assim consolidada:

22.1 ***Recomendar à Comissão de Valores Mobiliários****, com fundamento no art. 43, inciso I, da Lei 8.443/1992, combinado com o art. 250, inciso III, do Regimento Interno do Tribunal de Contas da União (RITCU), e no artigo 11 da Resolução-TCU 315, de 2020, que:*

- promova ações regulatórias especificamente voltadas às companhias abertas que ostentam a qualidade de empresas estatais federais (itens 449 a 454), inclusive, mediante o

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

incremento do regime de cooperação que mantém com o Tribunal de Contas da União, por exemplo, a celebração de convênio de cooperação com o objetivo de implementar ações de controle conjunto sobre as sociedades de economia mista federais que ostentam a qualidade de companhias abertas (item 455 da instrução).

22.2 (...) *promova ações regulatórias específicas para* ***analisar operações societárias capazes de afetar de maneira significativa os direitos dos acionistas minoritários*** *(por exemplo, operações de fusão, cisão e incorporação, reorganização societária, transações com partes relacionadas, aumentos de capital por subscrição privada, emissões privadas de valores mobiliários conversíveis em ações, reduções de capital e conversões de ações)* ***da perspectiva das relações de troca econômica subjacentes às operações supracitadas, inclusive as que envolvam a emissão de valores mobiliários por meio de esforços restritos de distribuição*** *(itens 541 a 546 da instrução).*

22.3 (...) *promova ações regulatórias, incluindo ações de supervisão, voltadas especificamente às operações de reorganização societária que tenham a companhia aberta BNDESPAR como sócia com participação relevante ou cujas companhias envolvidas sejam coligadas ao BNDESPAR (item 543) e ações regulatórias voltadas especificamente às operações de emissão privada de valores mobiliários conversíveis em ações ou conversão de ações, aumentos de capital por subscrição privada e transações com partes relacionadas que tenham a companhia aberta BNDESPAR como sócia com participação relevante ou cujas companhias envolvidas sejam coligadas ao BNDESPAR ou, ainda, que tenham sido estruturadas com a participação ou a interveniência do BNDESPAR, inclusive, mediante o incremento do regime de cooperação que mantém com o Tribunal de Contas da União, com o objetivo de implementar ações de controle conjunto (itens 565 a 569 da instrução).*

22.4 (...) *promova ações regulatórias de supervisão, fiscalização e sanção mais efetivas e eficientes, de modo a eficazmente* ***coibir ou prevenir o uso de informação relevante ainda não divulgada publicamente no mercado de valores mobiliários*** *(itens 770 a 776 da instrução).*

22.5 (...) *promova ações regulatórias mais efetivas e eficientes na* ***supervisão sobre as atividades dos agentes autônomos de investimento vinculados às grandes corretoras****, a fim de aperfeiçoar a supervisão sobre as atividades dos agentes autônomos de investimento (itens 941 a 943 da instrução).*

22.6 (...) *reformule seus processos de trabalho para* ***superar a ineficiente intersecção e superposição das autoridades técnicas de supervisão sobre as demonstrações financeiras das companhias abertas, entre a Superintendência de Relações com Empresas (SEP) e a Superintendência de Normas Contábeis*** *(SNC) (itens 993 a 997 da instrução).*

22.7 (...) *institua* ***vetores decisórios objetivos pré-estabelecidos e transparentes*** *que, observando precedentes decisórios do colegiado da Comissão de Valores Mobiliários (CVM),* ***permitam aos regulados decisões mais previsíveis aos processos administrativos daquela autarquia****,* ***em conformidade com o princípio constitucional da igualdade, insculpido no art. 37, caput, da Constituição Federal*** *(itens 1043 e 1048 da instrução)* [a referência correta são os itens 1054 e 1060].

22.8 (...) *promova ações de* ***supervisão, fiscalização e*** *sanção para superar* ***as deficiências de supervisão sobre os mais de vinte mil fundos de investimento no Brasil****, com foco na falta de lastro dos ativos, em falhas na precificação dos ativos, na insuficiência de provisões e em riscos sistêmicos derivados do grande número de relacionamentos entre fundos, em especial, entre fundos masters e fundos feeders no mercado de valores mobiliários, como meio de aperfeiçoar a gestão do mandato legal de proteger os titulares de valores mobiliários, no caso, cotas de fundos de investimento, de atos ilegais de administradores de carteiras de*

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

valores mobiliários, previsto no artigo 4º, inciso IV, alínea b, da Lei 6.385/76 (itens 1117 a 1119 da instrução).

22.9 (...) *avalie a conveniência e oportunidade de incluir, nos planos de auditoria interna,* ***testes de auditoria substantivos sobre as efetivas atividades de supervisão elencadas nos planos bienais de supervisão baseada em risco (SBR) na área dos fundos de investimento*** *(item 1072 da instrução).* [Referência correta: item 1127].

22.10 (...) ***modernize seus sistemas de apoio à gestão processual****, tornando eletrônicos todos os seus processos, além de propiciar e sistematizar* ***o lançamento de informações processuais*** *essenciais para a elaboração de* ***relatórios de gestão, controle e rastreamento de processos e realização de buscas estruturadas****, de maneira a* ***tornar automática*** *toda e qualquer* ***consulta a dados dos processos geridos pela entidade****, bem como proceder à* ***sistematização da jurisprudência da entidade****, também* ***por meio de ferramentas de TI, de maneira a tornar fácil e ágil o acesso e a busca por informações*** *(itens 3 a 6 da peça 84).*

22.11 (...) *proceda à* ***revisão periódica dos planos bienais de supervisão baseada em risco****, de maneira a doravante abarcar a* ***detecção de irregularidades que tenham sido noticiadas à CVM*** *por meios alheios às verificações levadas a efeito por intermédio desse planejamento, mas* ***cuja gravidade das ilegalidades*** *subjacentes ensejaria* ***alteração de rumos nas escolhas regulatórias da entidade, com a finalidade de propiciar que, em uma próxima oportunidade, tenha a entidade condições de constatar essas mesmas irregularidades em outras ocorrências similares*** *(itens 7 a 16 da peça 84).*

22.12 (...) *adote medidas com vistas a implementar* ***setor de inteligência com acesso próprio interno e exclusivo, sem intermediação da B3****,* ***a todos os bancos de dados das negociações havidas no âmbito do mercado de capitais****, incorporando e internalizando também* ***informações de outros bancos de dados estatais****, visando a* ***cruzar dados, estabelecer tipologias e definir pontos de controle****, de maneira que o sistema* ***alerte automaticamente a existência de inconsistências*** *que devam ser* ***objeto de verificaçõe****s pela entidade, com o intuito de tornar a atuação da entidade mais célere e efetiva no combate à prática de ‘‘insider trading’’, tendo em vista a impossibilidade fática, por maior que seja a estrutura da entidade, de se fiscalizar caso a caso a enorme quantidade de transações realizadas diariamente no mercado de capitais (itens 17 a 22 da peça 84).*

22.13 (...) *proceda à* ***informatização de todos os dados contábeis das companhias sob sua supervisão****, com base nos lançamentos efetuados pelas próprias empresas, que pode ser realizado diretamente no sistema via web, ou por outro meio mais adequado, criando ferramentas de TI que realizem comparações de dados, tanto entre demonstrativos financeiros da mesma companhia de anos anteriores como entre demonstrativos de outras empresas, conforme critérios definidos pela entidade, de maneira a encontrar automaticamente inconsistências e indícios de manipulações contábeis e irregularidades outras (itens 24 a 31 da peça 84).*

22.14 (...) *crie, na* ***supervisão dos fundos de investimento, sistema informatizado alimentado via web pelos gestores dos próprios fundos****, ou por outro meio mais adequado,* ***com informações definidas pela CVM, procedendo a cruzamentos de dados com os sistemas da B3 e do Banco Central e outros sistemas que entenda relevantes*** *para as verificações necessárias, de modo a viabilizar* ***permanente fiscalização desses fundos****, principalmente em relação à composição e avaliação de sua carteira de ativos (itens 33 a 37 da peça 84).*

23.1 ***Comunicar ao Ministério da Economia*** *sobre o* ***conflito de interesses, efetivo, potencial ou aparente, na atuação de diretores e ex-diretores na CVM e em instituições ligadas ao mercado de capitais*** *(item 848 da instrução).*

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

23.2 ***Recomendar****, com fulcro no art. 43, inciso I, da Lei 8.443/1992, combinado com o art. 250, inciso III, do Regimento Interno do Tribunal de Contas da União (RITCU), e no artigo 11 da Resolução-TCU 315, de 2020,* ***ao Ministério da Economia****:*

- na condição de Ministério supervisor tanto da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) como do Banco Central do Brasil (BCB), que ***coordene ações destinadas especificamente à mitigação dos riscos de supervisão sobre a indústria de fundos de investimento****, em especial, os* ***riscos derivados da interconexão entre as carteiras de ativos dos fundos e os ativos financeiros****, em linha, inclusive, com as prescrições de organizações internacionais, como, por exemplo, o comitê de estabilidade financeira (itens 914 a 1070 e 1126 da instrução).*

23.3 (...) *que* ***avalie****, com fulcro no princípio constitucional da impessoalidade, a oportunidade e a conveniência de* ***indicar, para a diretoria da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), servidores efetivos provenientes dos quadros ativos das superintendências finalísticas da CVM****, de modo a manter o equilíbrio na composição do Colegiado Diretor da Autarquia (itens 1050 a 1059 da instrução).*

23.4 ***Considerar cumprida****, no âmbito do TCU,* ***a determinação contida no item 9.2 do Acórdão 952/2014-TCU-Plenário,*** *haja vista que o processo foi julgado e as providências tomadas, e* ***parcialmente cumpridas as recomendações contidas no item 9.3 e subitens do Acórdão 952/2014- TCU-Plenário****, encerrando-se a necessidade de monitoramento adicional sobre os aspectos lá mencionados (item 614 da instrução).*

23.5 ***Dar ciência****, com fundamento no artigo 9º, inciso II, da Resolução-TCU 315, de 2020,* ***ao Corregedor-Geral da União da atuação de ofício da então Procuradora-Chefe da Procuradoria Federal Especializada junto à Comissão de Valores Mobiliários (CVM) no processo administrativo que culminou no cancelamento do registro da companhia estrangeira LAET*** *(item 428.12 da instrução).*

23.6 ***Determinar*** *à Secretaria de Controle Externo da Administração Indireta no Rio de Janeiro do TCU* ***(SecexEstataisRJ)*** *que* ***monitore*** *a implementação das recomendações constantes dos subitens do presente acórdão;*

23.7 ***Dar ciência à Comissão de Valores Mobiliários CVM,*** *com fundamento no art. 9º da Resolução-TCU 315/2020, que* ***a sonegação de informações ao Tribunal de Contas da União, na forma, por exemplo, de apor tarjas em parte da documentação, ainda que parcial, contraria o disposto no art.42 da Lei 8.443/92*** *(itens 401 a 421 da instrução);*

23.8 ***Encaminhar cópia*** *da presente deliberação, acompanhada do relatório e voto que a fundamentam, à* ***Presidência da Câmara dos Deputados e do Senado Federal, à Comissão Mista de Planos, Orçamentos Públicos e Fiscalização do Congresso Nacional (CMO), ao Ministério da Economia e à Secretaria de Governo da Presidência da República****; e*

23.9 Arquivar os autos, nos termos do art. 169, inciso V, do Regimento Interno/TCU.

É o Relatório.

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66414623.

VOTO

Trata-se de relatório de auditoria realizada na Comissão de Valores Mobiliários (CVM), com o objetivo verificar a conformidade e os riscos atualmente existentes na atuação da entidade.

2. O percuciente trabalho desenvolvido pela SecexEstataisRJ se justifica por tratar-se da primeira auditoria de amplo espectro realizada na CVM, cujos resultados ampliam o conjunto de conhecimentos técnicos desta Corte de Contas sobre o funcionamento, os riscos operacionais e os principais problemas sistêmicos da unidade jurisdicionada, além, é claro, de ensejar o extenso rol de recomendações decorrentes das oportunidades de melhoria identificadas no curso desta ação de controle.

3. Conforme anotado no Relatório, a equipe de auditoria apurou os achados assim resumidos, observando-se que as ocorrências descritas nas **letras "b" a "h" baseiam-se em <u>indícios</u>**:

a) falta de menção às empresas estatais nos planos bienais de Supervisão Baseada em Risco (SBR);

b) foco da supervisão na área de empresas recai sobre eventos objetivos de inadimplência na prestação de informações;

c) insuficiente supervisão sobre a companhia aberta BNDESPAR;

d) baixa eficiência/efetividade dos mecanismos de fiscalização/sanção dos casos de uso de informação relevante não divulgada ao mercado;

e) insuficiente fiscalização da atividade dos agentes autônomos de investimentos (AAI) pela CVM;

f) superposição de autoridade de supervisão técnica entre a SEP e a SNC relativamente à interpretação de temas contábeis relativos às demonstrações financeiras das companhias abertas.

g) possibilidade de conflito de interesse na atuação do colegiado da CVM;

h) insuficiente proteção aos investidores em fundos de investimento e aos investidores no mercado de capitais.

4. Tais achados e seus desdobramentos nas análises da equipe de auditoria deram ensejo às recomendações (quatorze dirigidas à CVM e duas ao Ministério da Economia) e cientificações descritas no tópico IX do meu Relatório.

5. Para melhor compreensão dos fatos e análises que emolduram essas ocorrências – descritas e analisadas no extenso relatório de auditoria ora apresentado –, considero oportuno destacar alguns trechos das conclusões da unidade técnica, correlacionando-os com os respectivos achados:

a) Falta de menção às empresas estatais nos planos bienais de Supervisão Baseada em Risco (SBR).

1155. Os planos bienais de Supervisão Baseada em Risco (SBR) elaborados pela CVM desde 2009 não mencionaram expressamente as empresas estatais como prioridade da supervisão por iniciativa da autarquia, a despeito da relevância dos interesses difusos por trás da participação majoritária da União nessas empresas, das finalidades sociais em jogo, do interesse público, dos riscos de ingerência política e de perdas com esquemas de corrupção. Os comentários dos gestores da CVM justificam tal omissão com base nas prioridades de supervisão, em particular, no grau de exposição da companhia aberta ao mercado de capitais. Alega, ademais, que essas companhias já são supervisionadas por outros órgãos ou entidades de Controle, como, por

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66432348.

exemplo, o Banco Central do Brasil (BCB), agências reguladoras, a Controladoria Geral da União (CGU) ou o próprio Tribunal (TCU). Entretanto, afirmou não se opor à recomendação voltada ao incremento do regime de cooperação que mantém com o TCU.

a.1) Proposta de **recomendação** decorrente do achado:

À CVM, para que "promova ações regulatórias especificamente voltadas às companhias abertas que ostentam a qualidade de empresas estatais federais (itens 449 a 454), inclusive, mediante o incremento do regime de cooperação que mantém com o Tribunal de Contas da União, por exemplo, a celebração de convênio de cooperação com o objetivo de implementar ações de controle conjunto sobre as sociedades de economia mista federais que ostentam a qualidade de companhias abertas (item 455 da instrução)". (Item 22.1 da proposta de encaminhamento).

b) Foco da supervisão na área de empresas recai sobre eventos objetivos de inadimplência na prestação de informações.

(...)

1158. Desse modo, a análise de operações societárias capazes de afetar de maneira significativa os direitos dos acionistas minoritários (por exemplo, operações de fusão, cisão e incorporação, bem como transações com partes relacionadas, aumentos de capital por subscrição privada, emissões privadas de valores mobiliários conversíveis em ações, reduções de capital e conversões de ações) foi incluída no primeiro plano bienal de supervisão baseada em risco (SBR) da autarquia federal.

1159. Entretanto, o planejamento de SBR da SEP abrangia também atividades de supervisão da entrega de informações periódicas e da divulgação de atos e fatos relevantes; de verificação do conteúdo de boletins de voto à distância; de verificação da coerência e da consistência entre as divulgações feitas nas seções 10 e 13 do Formulário de Referência; de verificação da divulgação de informações relativas à política de gerenciamento de riscos e de supervisão de demonstrações financeiras.

*1160. A auditoria encontrou **indícios de intensa atividade de supervisão relacionada à entrega de informações periódicas**, assim como da divulgação de comunicados ao mercado ou de fatos relevantes pelas companhias abertas. Outrossim, encontrou indícios de atividade relevante sobre a verificação do conteúdo de boletins de voto à distância e de verificação da coerência e da consistência entre as divulgações feitas nas seções 10 e 13 do Formulário de Referência. Nesse contexto operacional, inferiu haver **foco prioritário sobre o mandato legal de assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido** (ex vi o artigo 4º, inciso VI, combinado com o artigo 8º, inciso III, segunda parte, da Lei 6.385/1976).*

*1161. Em conclusão, a despeito de razoável atividade de supervisão, a auditoria encontrou **poucos indícios de efetividade no enfrentamento de questões relacionadas à transferência de valor econômico entre integrantes, diretos ou indiretos, do bloco de controle.*** (...)

b.1) Proposta de **recomendação** decorrente do achado:

À CVM, para que "promova ações regulatórias específicas para **analisar operações societárias capazes de afetar de maneira significativa os direitos dos acionistas minoritários** (por exemplo, operações de fusão, cisão e incorporação, reorganização societária, transações com partes relacionadas, aumentos de capital por subscrição privada, emissões privadas de valores mobiliários conversíveis em ações, reduções de capital e conversões de ações) **da perspectiva das relações de troca econômica subjacentes às operações supracitadas, inclusive as que envolvam a emissão de valores mobiliários por meio de esforços restritos de distribuição** (itens 541 a 546 da instrução)". (Item 22.2 da proposta de encaminhamento).

c) Insuficiente supervisão sobre a companhia aberta BNDESPAR.

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66432348.

1161. (...) Igualmente, constatou que uma personagem de grande participação nessas operações de reorganização societária, ***o BNDESPAR, não foi objeto de atividades específicas de supervisão preventiva, baseada em risco****. Ao deixar de fora do seu planejamento um ator tão importante no mercado de capitais brasileiro, a CVM olvidou os interesses difusos por trás da participação da União no controle direto da empresa pública federal denominada BNDES, por sua vez, única acionista da companhia aberta BNDESPAR.*

1161.1. A CVM não elegeu a companhia aberta BNDESPAR, subsidiária integral da empresa pública federal BNDES, como prioridade de sua supervisão. O BNDES, por meio do BNDESPAR, foi responsável por parcela muito significativa das operações de mercado de capitais, entre os anos de 2008 e de 2015. Em particular, as operações de apoio financeiro concedidas através do BNDESPAR envolveram operações de reorganização societária, emissão e subscrição privada de valores mobiliários, aumentos de capital por subscrição privada e subscrição de valores mobiliários conversíveis e ações.

c.1) Proposta de **recomendação** decorrente do achado:

> À CVM, para que "promova ações regulatórias, incluindo ações de supervisão, voltadas especificamente às operações de reorganização societária que tenham a companhia aberta BNDESPAR como sócia com participação relevante ou cujas companhias envolvidas sejam coligadas ao BNDESPAR (item 543) e ações regulatórias voltadas especificamente às operações de emissão privada de valores mobiliários conversíveis em ações ou conversão de ações, aumentos de capital por subscrição privada e transações com partes relacionadas que tenham a companhia aberta BNDESPAR como sócia com participação relevante ou cujas companhias envolvidas sejam coligadas ao BNDESPAR ou, ainda, que tenham sido estruturadas com a participação ou a interveniência do BNDESPAR, inclusive, mediante o incremento do regime de cooperação que mantém com o Tribunal de Contas da União, com o objetivo de implementar ações de controle conjunto (itens 565 a 569 da instrução)". (Item 22.3 da proposta de encaminhamento).

d) Baixa eficiência/efetividade dos mecanismos de fiscalização/sanção dos casos de uso de informação relevante não divulgada ao mercado (*insider trading*).

1161.2. ***Há <u>indícios</u> de que três vertentes regulatórias – supervisão, fiscalização e sanção – sobre o uso de informação relevante não divulgada ao mercado, especificamente, a prática de 'insider trading'[1], carece de maior efetividade****, propiciando a impunidade dos agentes que se beneficiam da informação privilegiada para operar no mercado de valores mobiliários.*

1161.3. ***Quanto à eficiência no combate ao uso de informação privilegiada, o que se percebe é uma omissão ou atuação insuficiente da CVM na fiscalização dos casos de 'insider trading'****. Omissão ou insuficiência* ***não no sentido de haver pouca fiscalização****, mas no sentido de haver* ***fiscalizações dispersas, que produzem pouco resultado prático****. São* ***supervisões pontuais****, sem foco, levando em consideração que deveriam ter como critérios o porte dos agentes e a materialidade das operações, além da reiteração de operações potencialmente lesivas ao mercado. Tampouco há avaliação sistêmica buscando os focos mencionados, uma vez que parte considerável da fiscalização fica a cargo do autorregulador, que padece de conflito de interesse.*

1161.4. Sem entrar no mérito da análise de cada um dos casos que passam pelos comitês de comunicação e de detecção, o que se percebe é que ***os comitês fazem uma análise perfunctória***

---

[1] "582. *Insider trading* é comumente traduzido no Brasil como "negociação com base em informações privilegiadas" ou "uso indevido de informações privilegiadas". Luiz Felipe Gonçalves Cordeiro ressalva que nem todas as operações realizadas por insiders caracterizam uso indevido de informações privilegiadas, como, por exemplo, seria o caso de um diretor que negocia ações da empresa que administra em conformidade com a política de [bonificação e de] negociação estabelecida pela companhia, [fora dos períodos vedados em lei ou em norma específica]." (item 582 do Relatório de Auditoria).

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66432348.

dos casos, levando adiante apenas os que julgam mais graves*. A seleção dos casos é feita, em sua maioria, a partir de processos oriundos da BSM* [Bovespa Supervisão de Mercados[2]], *percepção dos analistas da CVM em função de oscilações atípicas e outros fatores e denúncias provenientes da SOI.* ***Não parece haver, nessa sistemática de seleção, uma visão macro que busque identificar atores que representariam maiores riscos****, como, por exemplo, maior capacidade de articulação com outras instituições financeiras, maior reiteração e maior materialidade, como determinados investidores institucionais, papéis específicos desempenhados habitualmente nos mercados (especulação, proteção, etc.), intermediários usualmente utilizados como veículo, entre outras visões macroeconômicas.*

d.1) Proposta de **recomendação** decorrente do achado:

À CVM, para que "promova ações regulatórias de supervisão, fiscalização e sanção mais efetivas e eficientes, de modo a eficazmente coibir ou prevenir o uso de informação relevante ainda não divulgada publicamente no mercado de valores mobiliários (itens 770 a 776)." (Item 22.4 da proposta de encaminhamento).

(...)

f) Superposição de autoridade de supervisão técnica entre a SEP e a SNC relativamente à interpretação de temas contábeis relativos às demonstrações financeiras das companhias abertas.

1169. A auditoria observou que há papéis [concomitantes] *de supervisão sobre as demonstrações financeiras das companhias abertas e sobre os trabalhos dos auditores independentes entre duas superintendências, respectivamente, a Superintendência de Relações com Empresas (SEP) e a Superintendência de Normas Contábeis (SNC). Essa forma de organizar os trabalhos apresenta* ***potencial de produzir assimetrias no tratamento da interpretação de temas contábeis relacionados à qualidade das demonstrações financeiras das companhias abertas****.*

1170. Em conclusão, da perspectiva mais ampla de assegurar efetiva confiança do investidor nas demonstrações financeiras das companhias abertas, encontraram-se ***indícios de redundância e superposição de autoridade de supervisão, relacionada à interpretação de temas contábeis,*** *entre a Superintendência de Relações com Empresas (SEP) e a Superintendência de Normas Contábeis (SNC), que têm o potencial de reduzir a eficácia e a eficiência da atuação regulatória da autarquia.*

e.1) Proposta de **recomendação** decorrente do achado:

À CVM, para que "reformule seus processos de trabalho para **superar a ineficiente intersecção e superposição das autoridades técnicas de supervisão sobre as demonstrações financeiras das companhias abertas, entre a Superintendência de Relações com Empresas (SEP) e a Superintendência de Normas Contábeis** (SNC) (itens 993 a 997 da instrução)". (Item 22.6 da proposta de encaminhamento).

[2] A BSM atua na autorregulação da B3 (B3 – Bolsa, Brasil e Balcão, sucessora da extinta BM&FBovespa). Conforme descrito no item 258 do relatório de auditoria, "a B3 está sujeita à regulação e à supervisão da CVM e do Banco Central do Brasil. É ainda uma **entidade autorreguladora**, por meio da **Bovespa Supervisão de Mercados (BSM)**, que opera sob a supervisão da CVM. A B3 deve estabelecer mecanismos e procedimentos eficazes para que a BSM fiscalize a observância das regras e normas de conduta da Bolsa, bem como da regulamentação vigente. A BSM, atuando por meio da supervisão de mercado e por meio de auditoria de participantes, pode identificar violações anormais de negociação ou comportamentos suscetíveis de colocar em risco a regularidade de funcionamento, a transparência e a credibilidade do mercado, aplicando algumas penalidades."

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66432348.

e) insuficiente fiscalização da atividade dos agentes autônomos de investimentos (AAI) pela CVM;

h) insuficiente proteção aos investidores em fundos de investimento e aos investidores no mercado de capitais.

1171. No que concerne à questão "7.a" da matriz de planejamento, a resposta é que há ***indícios de que a atuação da CVM*** *(normatização, supervisão, fiscalização e punição), relacionada ao mandato legal* ***de proteção dos investidores em fundos de investimento não tem como foco os aspectos mais relevantes em termos de materialidade e risco.***

1172. No que concerne ao foco nos aspectos mais relevantes em termos de materialidade, a auditoria constatou que, ao fim de 2019, ***aproximadamente três quartos dos ativos componentes das carteiras dos 19.165 fundos de investimento eram títulos públicos federais****, operações compromissadas com* ***lastro em títulos públicos federais****, operações compromissadas com* ***lastro em títulos públicos estaduais, municipais e privados****,* ***letras financeiras e CDB/RDB****.* ***Tais ativos representavam um montante de quase R$ 3,6 trilhões em dezembro de 2019****, e, à exceção das letras financeiras,* ***não são valores mobiliários****. Encontram-se* ***aplicados em instituições financeiras ou intermediários de mercados sob a regulação e a jurisdição do Banco Central do Brasil (BCB)****.* ***Logo, não são supervisionados diretamente pela CVM, que não pode efetuar testes de integridade diretamente sobre tais ativos.***

Há, portanto, um problema de ***interconectividade dos fundos de investimento com o sistema financeiro que só poderá ser resolvido se for implementada uma efetiva coordenação regulatória entre o Banco Central do Brasil e a Comissão de Valores Mobiliários****. Em particular,* ***recomenda-se que a supervisão sobre os ativos das carteiras de ativos dos fundos de investimento que estão sob a jurisdição da autoridade monetária passe à responsabilidade do Banco Central do Brasil (BCB).***

1173. A questão, remetendo às discussões internacionais sobre a estabilidade financeira nos mercados e à contribuição que os fundos de investimento possam ter sobre essa variável, foi mencionada no Plano Bienal 2017 – 2018 da Supervisão Baseada em Risco da CVM (p. 53), sem, entretanto, delinear seus específicos contornos. Outrossim, o Relatório de Gestão da CVM (p. 64), relativo ao ano de 2017, fez alusão às ações referentes à checagem da avaliação de ativos – abordando pareceres de auditor, precificação de ativos e consistência de metodologia, tampouco trazendo maiores detalhes.

1174. ***A materialidade da indústria de fundos do Brasil atinge R$ 8,5 trilhões (a valores de dezembro de 2019),*** *equivalentes, grosso modo, a 1,5 PIB. Esse montante distribui-se entre R$ 5,4 trilhões aplicados em fundos de investimento e R$ 3,1 trilhões aplicados em fundos de investimento em cotas de fundos de investimento.* ***O número de cotistas é superior a 13 milhões e meio****, entre pessoas naturais e jurídicas, que possuem* ***mais de 17,8 milhões de contas****. Ou seja, são modalidades de investimento de recursos (ou de poupanças) de milhões de pessoas, naturais e jurídicas, que entregaram suas disponibilidades para administradores autorizados pela CVM gerir, em regime fiduciário (i.e., de confiança legal).*

*1175. Soma-se à essa dificuldade o fato de que, só recentemente****, a CVM passou a incluir em sua pauta regulatória atenção sobre a liquidez e a alavancagem dos fundos de investimento****. A verificação da efetiva existência dos ativos supostamente existentes nas carteiras, considerando-se que são ativos sujeitos a outra autoridade regulatória, bem como a efetiva supervisão sobre a adequação das provisões sobre os ativos, a regularidade da custódia desses ativos, a coerência das carteiras aos registros do custodiante, a adequabilidade do lastro desses ativos (p.ex., do lastro de operações compromissadas e direitos creditórios), a conformidade das carteiras às demonstrações financeiras, as metodologias de precificação desses ativos nas carteiras e a relação de pertinência entre a precificação feita pelo gestor ou administrador e o valor de*

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66432348.

mercado dos ativos. Em suma, ***constata-se que a indústria brasileira de fundos de investimento exibe uma substancial interdependência com o mercado financeiro, regulado pela autoridade monetária.***

1176. A auditoria identificou vulnerabilidades no significativo número de investimentos, ou de aplicações, fundo a fundo, que atingiam, em setembro de 2018, mais de 84 mil entrelaçamentos. Atualmente, esse número deve ser ainda maior, uma vez que o número de fundos cresceu de 17.129, em dezembro de 2018, para 19.165, em dezembro de 2019, o que representou um aumento de mais de dois mil fundos em um ano.

Nesse contexto, de franca e contínua expansão no número de fundos de investimento no Brasil, existe um risco crescente de que a interligação entre os fundos possa redundar em contaminação em cascata, durante eventos de estresse nos mercados de capitais. Essa constatação constitui indício de que a supervisão é operacionalmente difícil e que a omissão pode expor a indústria de fundos brasileira ao risco sistêmico de perdas nos investimentos de um número considerável de pessoas naturais e jurídicas.

Por óbvio, a interdependência entre os fundos potencializa os efeitos de transmissão das decisões de investimento e dos riscos associados, de mercado e específicos, porque a cadeia de transmissão está montada a partir de um conjunto de grandes fundos na base da pirâmide da estrutura de fundos, os chamados fundos principais, fundos-mães ou máster, e feeders (que se "alimentam" de lastro e de rentabilidade dos fundos principais). (Observação: O modelo de regulação brasileiro admite que as instituições autorizadas a administrar carteiras de valores mobiliários montem estruturas denominadas "master – feeder", através das quais vários fundos de investimento em contas de fundos de investimento (FICFI) são criados e investem em poucos fundos de investimento principais. Essa forma de estruturação assemelhar-se-ia a uma pirâmide invertida, do ponto de vista do número de fundos dependentes da seleção de ativos de outros fundos de investimento).

f.1) Proposta de **recomendações** decorrentes dos achados:

À CVM:

"promova ações regulatórias mais efetivas e eficientes na ***supervisão sobre as atividades dos agentes autônomos de investimento vinculados às grandes corretoras****, a fim de aperfeiçoar a supervisão sobre as atividades dos agentes autônomos de investimento (itens 941 a 943 da instrução).* [Item 22.5 da proposta de encaminhamento].

"promova ações de ***supervisão, fiscalização e*** *sanção para superar* ***as deficiências de supervisão sobre os mais de vinte mil fundos de investimento no Brasil****, com foco na falta de lastro dos ativos, em falhas na precificação dos ativos, na insuficiência de provisões e em riscos sistêmicos derivados do grande número de relacionamentos entre fundos, em especial, entre fundos masters e fundos feeders no mercado de valores mobiliários, como meio de aperfeiçoar a gestão do mandato legal de proteger os titulares de valores mobiliários, no caso, cotas de fundos de investimento, de atos ilegais de administradores de carteiras de valores mobiliários, previsto no artigo 4º, inciso IV, alínea b, da Lei 6.385/76 (itens 1117 a 1119 da instrução).* [Item 22.8 da proposta de encaminhamento].

"*avalie a conveniência e oportunidade de incluir, nos planos de auditoria interna,* ***testes de auditoria substantivos sobre as efetivas atividades de supervisão elencadas nos planos bienais de supervisão baseada em risco (SBR) na área dos fundos de investimento*** *(item 1127 da instrução).* [Item 22.9 da proposta de encaminhamento].

Ao Ministério da Economia:

- *"na condição de Ministério supervisor tanto da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) como do Banco Central do Brasil (BCB), que* ***coordene ações destinadas***

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66432348.

***especificamente à mitigação dos riscos de supervisão sobre a indústria de fundos de investimento**, em especial, os **riscos derivados da interconexão entre as carteiras de ativos dos fundos e os ativos financeiros**, em linha, inclusive, com as prescrições de organizações internacionais, como, por exemplo, o comitê de estabilidade financeira (itens 914 a 1070 e 1126 da instrução)".* [Item 23.2 da proposta de encaminhamento];

g) Possibilidade de conflito de interesse, seja efetivo, potencial ou apenas aparente, na atuação do colegiado da CVM.

*1177. Há indícios de **potencial conflito de interesse dos diretores e ex-diretores da CVM**, considerando-se o substancial número de processos administrativos perante a autarquia que têm menção à atuação desses diretores, antes, durante e depois do exercício dos respectivos mandatos. À vista desse quadro, seria recomendável a Segecex avaliar a conveniência e oportunidade de realizar fiscalização para analisar, de forma ampla e pormenorizada, com cruzamento de dados a partir de diversos julgados da CVM, consultas às bases de dados do LabContas e intercâmbio com outros órgãos de controle, se há conflitos de interesse efetivos que possam comprometer a independência e imparcialidade dos julgamentos da autarquia (item 848).*

*1177.1. **As decisões do colegiado da CVM, principalmente, em sede de processos administrativos sancionadores, são tomadas em caráter ad hoc, caso a caso, sem referência a precedentes consolidados sob a forma de súmulas, de decisões-paradigma, de pareceres de orientação e de repositórios selecionados de julgados**. Há, por conseguinte, a oportunidade de melhoria da governança institucional, consistente na instituição de vetores sumulares para assegurar a observância dos precedentes decisórios.*

g.1) Proposta de **recomendações e cientificações** decorrentes dos achados:

À CVM, para que "*institua **vetores decisórios objetivos pré-estabelecidos e transparentes** que, observando precedentes decisórios do colegiado da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), **permitam aos regulados decisões mais previsíveis aos processos administrativos daquela autarquia**, **em conformidade com o princípio constitucional da igualdade, insculpido no art. 37, caput, da Constituição Federal"*** (itens 1054 e 1060 da instrução). [Item 22.7 da proposta de encaminhamento].

Ao Ministério da Economia:

- "**comunicar ao Ministério da Economia** sobre o **conflito de interesses, efetivo, potencial ou aparente, na atuação de diretores e ex-diretores na CVM e em instituições ligadas ao mercado de capitais** (item 848 da instrução). [Item 23.1 da proposta de encaminhamento].

- "**recomendar que avalie**, com fulcro no princípio constitucional da impessoalidade, a oportunidade e a conveniência de **indicar, para a diretoria da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), servidores efetivos provenientes dos quadros ativos das superintendências finalísticas da CVM**, de modo a manter o equilíbrio na composição do Colegiado Diretor da Autarquia (itens 1050 a 1059 da instrução)". [Item 23.3 da proposta de encaminhamento].

6. A par dessas questões, o Diretor responsável pela supervisão da auditoria aduziu análises e considerações sobre as oportunidades melhoria na atuação da Comissão de Valores Mobiliários quanto à **gestão de processos e informações** para suas atividades de regulação e controle do mercado de capitais. Essas ponderações motivaram as seguintes propostas de **recomendações à CVM** (peça 84 e item IX do Relatório):

- "**modernize seus sistemas de apoio à gestão processual**, tornando eletrônicos todos os seus processos, além de propiciar e sistematizar **o lançamento de informações processuais**

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66432348.

essenciais para a elaboração de **relatórios de gestão, controle e rastreamento de processos e realização de buscas estruturadas**, de maneira a **tornar automática** toda e qualquer **consulta a dados dos processos geridos pela entidade**, bem como proceder à **sistematização da jurisprudência da entidade**, também **por meio de ferramentas de TI, de maneira a tornar fácil e ágil o acesso e a busca por informações** (itens 3 a 6 da peça 84)" [item 22.10 da proposta de encaminhamento];

- "proceda à **revisão periódica dos planos bienais de supervisão baseada em risco**, de maneira a doravante abarcar a **detecção de irregularidades que tenham sido noticiadas à CVM** por meios alheios às verificações levadas a efeito por intermédio desse planejamento, mas **cuja gravidade das ilegalidades** subjacentes ensejaria **alteração de rumos nas escolhas regulatórias da entidade, com a finalidade de propiciar que, em uma próxima oportunidade, tenha a entidade condições de constatar essas mesmas irregularidades em outras ocorrências similares** (itens 7 a 16 da peça 84)" [item 22.11 da proposta de encaminhamento];

- "adote medidas com vistas a implementar **setor de inteligência com acesso próprio interno e exclusivo, sem intermediação da B3**, **a todos os bancos de dados das negociações havidas no âmbito do mercado de capitais**, incorporando e internalizando também **informações de outros bancos de dados estatais**, visando a **cruzar dados, estabelecer tipologias e definir pontos de controle**, de maneira que o sistema **alerte automaticamente a existência de inconsistências** que devam ser **objeto de verificaçõe**s pela entidade, com o intuito de tornar a atuação da entidade mais célere e efetiva no combate à prática de ''insider trading'', tendo em vista a impossibilidade fática, por maior que seja a estrutura da entidade, de se fiscalizar caso a caso a enorme quantidade de transações realizadas diariamente no mercado de capitais (itens 17 a 22 da peça 84)" [item 22.12 da proposta de encaminhamento];

- "proceda à **informatização de todos os dados contábeis das companhias sob sua supervisão**, com base nos lançamentos efetuados pelas próprias empresas, que pode ser realizado diretamente no sistema via web, ou por outro meio mais adequado, criando ferramentas de TI que realizem comparações de dados, tanto entre demonstrativos financeiros da mesma companhia de anos anteriores como entre demonstrativos de outras empresas, conforme critérios definidos pela entidade, de maneira a encontrar automaticamente inconsistências e indícios de manipulações contábeis e irregularidades outras (itens 24 a 31 da peça 84)" [item 22.13 da proposta de encaminhamento];

- "crie, na **supervisão dos fundos de investimento, sistema informatizado alimentado via web pelos gestores dos próprios fundos**, ou por outro meio mais adequado, **com informações definidas pela CVM, procedendo a cruzamentos de dados com os sistemas da B3 e do Banco Central e outros sistemas que entenda relevantes** para as verificações necessárias, de modo a viabilizar **permanente fiscalização desses fundos**, principalmente em relação à composição e avaliação de sua carteira de ativos (itens 33 a 37 da peça 84)" [item 22.14 da proposta de encaminhamento].

7. Essas proposições foram devidamente justificadas pelo supervisor da auditoria no parecer à peça 84, sendo mantidas após a análise das manifestações dos gestores da CVM. Seguem-se algumas ponderações que motivam as recomendações complementares:

- "verifica-se haver um esforço da entidade em aprimorar seus sistemas operacionais internos";

Mas,

- "a utilização de ferramentas de inteligência e TI é ainda muito incipiente no âmbito da entidade";

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66432348.

- ainda há "grande lacuna de atuação no que diz respeito à coibição da prática de 'insider trading', sendo o incremento do emprego de sistemas computacionais fundamental para a efetiva realização da supervisão e fiscalização minimamente necessárias ao cumprimento desse dever institucional";

- "a CVM não processa automaticamente os dados das demonstrações financeiras remetidos pelas empresas sob sua supervisão";

- "há sistemas que detectam inconsistências internas, mas não há aferição da veracidade das informações prestadas pelos fundos, por meio de cruzamento de dados obtidos de outras fontes de informação. Desta forma, entendemos que deva ser mantida a recomendação".

8. Em que pese o elevado número de recomendações propostas, é muito importante frisar que a CVM tem empenhado esforços no constante aprimoramento de seus instrumentos e metodologias de controle do mercado de capitais. Isso não é ignorado pela equipe de auditoria. Entretanto, conforme a própria definição inserta no art. 250, inciso III, do Regimento Interno deste Tribunal, a figura jurídica da recomendação, no âmbito dos processos de controle externo, decorre de "oportunidades de melhoria de desempenho"[3].

9. Em outras palavras, as recomendações constituem um meio adotado por este Tribunal para colaborar com o aperfeiçoamento da gestão pública. Sua implementação não é cogente. Depende da avaliação discricionária dos gestores quanto à viabilidade operacional das providências recomendadas ou da adoção de medidas alternativas que produzam os mesmos resultados. Isso foi inclusive anotado no item 1149 do Relatório de Auditoria.

10. O importante é o esforço conjunto – dos órgãos de controle e da Administração Pública – para melhorar o desempenho, a eficiência e a efetividade da atuação governamental. É isso que se busca com as recomendações propostas.

11. Faço essas observações especialmente em face dos apontamentos da equipe de auditoria sobre o **potencial de aprimoramento** dos mecanismos de fiscalização e controle, pela CVM, da atuação dos fundos de investimento, dos agentes autônomos de investimento e dos casos de *insider trading.*

12. Isso, é claro, não significa que o mercado de valores mobiliários no Brasil esteja submetido a condições de fiscalização e controle deficientes. As recomendações, repito, visam a aperfeiçoar os sistemas ainda mais.

13. Entre as verificações obtidas na presente ação de controle, muitas revelam aspectos positivos dos mecanismos de fiscalização e controle do mercado mobiliário, inclusive o empenho da CVM e dos demais órgãos que atuam no aperfeiçoamento de suas atividades fiscalizatórias. Apenas para ilustrar, citamos algumas evidências nesse sentido:

- atuação do Banco Central do Brasil na fiscalização/regulamentação de investimentos em títulos públicos, letras financeiras e CDB/RDB (item 1171 do RA);

- atuação cooperativa da BSM (Bovespa Supervisão de Mercados) no âmbito da B3 (B3 – Bolsa, Brasil e Balcão, sucessora da extinta BM&FBovespa), sob a forma de autorregulação, mediante supervisão da CVM (item 258 do RA: "A BSM, atuando por meio da supervisão de mercado e por meio de auditoria de participantes, pode identificar violações anormais de negociação ou comportamentos suscetíveis de colocar em risco a regularidade de funcionamento, a

[3] "Art. 250: (...) III – recomendará a adoção de providências quando verificadas oportunidades de melhoria de desempenho, encaminhando os autos à unidade técnica competente, para fins de monitoramento do cumprimento das determinações;"

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66432348.

transparência e a credibilidade do mercado, aplicando algumas penalidades.”);

- inclusão na pauta regulatória da CVM de verificações sobre a liquidez e a alavancagem dos fundos de investimento (item 1175 do RA);

- esforços da entidade em aprimorar seus sistemas operacionais internos (peça 84);

- inclusão, no primeiro plano bienal de supervisão em risco (SBR) da CVM, da análise de operações societárias que podem afetar direitos dos acionistas minoritários (ex.: fusões, cisões, incorporações etc.) (item 1158 do RA).

14. Não obstante os esforços de aprimoramento das ações de fiscalização e controle do mercado de valores mobiliários já empreendidas pela CVM, endosso as recomendações propostas, com o intuito de colaborar para o fortalecimento desse sistema, com os ajustes textuais necessários para melhor clareza e concisão e adequação às eventuais limitações operacionais e jurídicas da Autarquia.

15. Quanto às demais propostas, acolho-as com os ajustes de forma que entendo necessários.

16. Por fim, faço incluir na parte dispositiva da presente deliberação a fixação de prazo para que a CVM e o Ministério da Economia informem a este Tribunal sobre as providências adotadas e resultados alcançados em virtude das recomendações ora expedidas ou, em caso de não acolhimento, os esclarecimentos pertinentes.

Do exposto, VOTO por que seja aprovado o Acórdão que ora submeto a este Colegiado.

TCU, Sala das Sessões Ministro Luciano Brandão Alves de Souza, em 2 de dezembro de 2020.

RAIMUNDO CARREIRO
Relator

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66432348.

ACÓRDÃO Nº 3252/2020 – TCU – Plenário

1. Processo nº TC 027.307/2018-2.
2. Grupo I – Classe de Assunto: V – Relatório de Auditoria
3. Interessados/Responsáveis: não há.
4. Órgão/Entidade: Comissão de Valores Mobiliários.
5. Relator: Ministro Raimundo Carreiro.
6. Representante do Ministério Público: não atuou.
7. Unidade Técnica: Secretaria de Controle Externo da Administração Indireta no Rio de Janeiro (SecexEstat).
8. Representação legal: não há

9. Acórdão:

VISTOS, relatados e discutidos estes autos de Relatório de Auditoria na Comissão de Valores Mobiliários (CVM), com enfoque em aspectos de conformidade e avaliação de riscos.

ACORDAM os Ministros do Tribunal de Contas da União, reunidos em sessão do Plenário, diante das razões expostas pelo Relator, em:

9.1 nos termos do art. 250, inciso III, do Regimento Interno deste Tribunal (RITCU), c/c art. 11 da Resolução-TCU 315/2020, **recomendar** à **Comissão de Valores Mobiliários** a adoção das seguintes medidas associadas a oportunidades de melhoria na atuação da entidade:

9.1.1 promova ações regulatórias especificamente voltadas às companhias abertas que ostentam a qualidade de empresas estatais federais (itens 449 a 454), inclusive, mediante o incremento do regime de cooperação que mantém com o Tribunal de Contas da União, por exemplo, a celebração de convênio de cooperação com o objetivo de implementar ações de controle conjunto sobre as sociedades de economia mista federais que ostentam a qualidade de companhias abertas (item 22.1 do tópico IX do Relatório);

9.1.2 promova ações regulatórias específicas para analisar operações societárias capazes de afetar de maneira significativa os direitos dos acionistas minoritários (por exemplo, operações de fusão, cisão e incorporação, reorganização societária, transações com partes relacionadas, aumentos de capital por subscrição privada, emissões privadas de valores mobiliários conversíveis em ações, reduções de capital e conversões de ações) da perspectiva das relações de troca econômica subjacentes às operações supracitadas, inclusive as que envolvam a emissão de valores mobiliários por meio de esforços restritos de distribuição (item 22.2 - idem);

9.1.3 promova ações regulatórias, incluindo ações de supervisão, voltadas especificamente às operações de reorganização societária que tenham a companhia aberta BNDESPAR como sócia com participação relevante ou cujas companhias envolvidas sejam coligadas ao BNDESPAR (item 543 do RA) e ações regulatórias voltadas especificamente às operações de emissão privada de valores mobiliários conversíveis em ações ou conversão de ações, aumentos de capital por subscrição privada e transações com partes relacionadas que tenham a companhia aberta BNDESPAR como sócia com participação relevante ou cujas companhias envolvidas sejam coligadas ao BNDESPAR ou, ainda, que tenham sido estruturadas com a participação ou a interveniência do BNDESPAR, inclusive, mediante o incremento do regime de cooperação que mantém com o Tribunal de Contas da União, com o objetivo de implementar ações de controle conjunto (item 22.3 - idem);

9.1.4 aperfeiçoe suas ações regulatórias de supervisão, fiscalização e sanção, de modo a prevenir e coibir com mais efetividade e eficiência o uso eventual de informação relevante ainda não divulgada publicamente no mercado de valores mobiliários (*insider trading)* (item 22.4 - idem);

9.1.5 aperfeiçoe suas ações regulatórias de supervisão sobre as atividades dos agentes autônomos de investimento vinculados às grandes corretoras (item 22.5 - idem);

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66489483.

9.1.6 aperfeiçoe seus processos de trabalho em face da intersecção e superposição de atribuições entre a Superintendência de Relações com Empresas (SEP) e a Superintendência de Normas Contábeis (SNC), no que tange às atividades de supervisão relacionadas às demonstrações financeiras das companhias abertas (item 22.6 - idem);

9.1.7 aperfeiçoe o processo decisório de seu órgão colegiado de modo a aumentar o grau de previsibilidade de suas decisões nos processos administrativos da Autarquia, em linha de coerência com suas decisões precedentes e em conformidade com os princípios de isonomia e segurança jurídica (item 22.7 - idem);

9.1.8 aperfeiçoe suas ações de supervisão, fiscalização e sanção relativamente aos fundos de investimento, com foco nos aspectos de maior risco apontados no Relatório (itens 1117 a 1119 do RA), especialmente quanto ao dever de proteção dos "titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra" eventuais "atos ilegais de administradores e acionistas controladores das companhias abertas, ou de administradores de carteira de valores mobiliários", nos termos do art. 4º, inciso IV, alínea b, da Lei 6.385/76 (item 22.8 - idem);

9.1.9 avalie a conveniência e oportunidade de incluir, nos planos de auditoria interna, testes de auditoria substantivos sobre as efetivas atividades de supervisão elencadas nos planos bienais de supervisão baseada em risco (SBR) na área dos fundos de investimento (item 22.9 - idem);

9.1.10 aperfeiçoe seus sistemas de apoio à gestão processual, implantando o processo eletrônico em todos os níveis possíveis, inclusive na elaboração de relatórios de gestão, no controle e rastreamento de processos, na realização de buscas estruturadas e na automatização de consultas a dados processuais e jurisprudenciais (item 22.10 - idem);

9.1.11 proceda à revisão periódica dos planos bienais de supervisão baseada em risco, incluindo a detecção de irregularidades noticiadas à CVM, buscando aprimorar sua capacidade de prospecção de riscos para nortear futuras ações de supervisão, fiscalização e controle (item 22.11 - idem);

9.1.12 implemente, se operacionalmente viável, setor de inteligência com acesso direto, sem intermediação da B3, aos bancos de dados das negociações havidas no âmbito do mercado de capitais, buscando também, respeitadas as eventuais limitações operacionais e jurídicas, informações de outros bancos de dados estatais, com o fito de cruzar dados, estabelecer tipologias, definir pontos de controle e criar alertas automáticos sobre eventuais inconsistências passíveis de fiscalização pela CVM, especialmente quanto à detecção de possíveis casos de insider trading (item 22.12 - idem);

9.1.13 adote providências para otimizar o grau de informatização dos dados contábeis das companhias sob sua supervisão, mediante lançamentos efetuados pelas próprias empresas (por exemplo, via rede mundial de computadores (*WEB)*, adotando ferramentas de TI para que aprimorem a inteligência na prospecção de situações anômalas (ex.: mediante comparações entre demonstrativos financeiros de uma mesma empresa em períodos distintos ou de empresas distintas em dado período) (item 22.13 – idem);

9.1.14 aprimore a supervisão dos fundos de investimento mediante sistema informatizado alimentado via *WEB* (ou meio alternativo) pelos gestores dos próprios fundos, com informações definidas pela CVM, com o objetivo realizar o cruzamento de dados com os oriundos dos sistemas da B3, do Banco Central e de outras bases de dados que entenda relevantes, sopesadas as eventuais limitações operacionais e jurídicas, de modo a otimizar a fiscalização desses fundos (item 22.14 – idem);

9.2 dar ciência ao Ministério da Economia sobre os indícios de conflito de interesses na atuação de diretores e ex-diretores na CVM e em instituições ligadas ao mercado de capitais (item 23.1 – idem);

9.3 nos termos do art. 250, inciso III, do Regimento Interno deste Tribunal (RITCU), c/c art. 11 da Resolução-TCU 315/2020, **recomendar ao Ministério da Economia** que:

9.3.1 na condição de Ministério supervisor da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e do Banco Central do Brasil (BCB), coordene ações destinadas à mitigação de riscos de supervisão

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66489483.

sobre a indústria de fundos de investimento, em especial, daqueles derivados da interconexão entre as carteiras de ativos dos fundos e os ativos financeiros, em conformidade com as prescrições internacionais (item 23.2 – idem);

9.3.2 avalie a oportunidade e a conveniência de indicar para a diretoria da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) servidores efetivos das superintendências finalísticas da CVM, em conformidade com o princípio da impessoalidade, de modo a obter uma composição equilibrada, nos aspectos de formação técnica e político-estratégica, no Colegiado Diretor da Autarquia (item 23.3 – idem);

9.4 fixar o prazo de 120 (cento e vinte) dias, a contar da ciência, para que a CVM e o Ministério da Economia informem a este Tribunal sobre as providências adotadas e resultados alcançados em virtude das recomendações expedidas neste Acórdão ou, em caso de não acolhimento, os esclarecimentos pertinentes;

9.5 nos termos do art. 9º da Resolução-TCU 315/2020, dar ciência à CVM de que a sonegação de informações ao Tribunal de Contas da União mediante aposição de tarjas em trechos de documentos contraria o disposto no art.42 da Lei 8.443/92 (item 23.7 - idem);

9.6 nos termos do art. 9º, inciso II, da Resolução-TCU 315/2020, dar ciência ao Corregedor-Geral da União sobre o fato descrito no item 428.12 do Relatório de Auditoria ora apreciado (item 23.5 – idem);

9.7 considerar cumprida, no âmbito do TCU, a determinação contida no item 9.2 do Acórdão 952/2014-TCU-Plenário (relator: Ministro José Múcio Monteiro), e parcialmente cumpridas as recomendações contidas no item 9.3 e subitens da mesma deliberação (item 23.4 - idem);

9.8 restituir os autos à Secretaria de Controle Externo da Administração Indireta no Rio de Janeiro do TCU (SecexEstataisRJ) para o monitoramento relativo às recomendações expedidas neste Acórdão;

9.9 dar ciência deste Acórdão aos seguintes destinatários, informando que o teor integral das demais peças que o integram (Relatório e Voto) poderá ser obtido no endereço eletrônico www.tcu.gov.br/acordaos:

9.9.1 Presidente da Câmara dos Deputados;

9.9.2 Presidente do Senado Federal;

9.9.3 Presidente Comissão Mista de Planos, Orçamentos Públicos e Fiscalização do Congresso Nacional (CMO), para ciência e divulgação entre os respectivos membros;

9.9.4 Ministro de Estado da Economia;

9.9.5 Ministro-Chefe da Secretaria de Governo da Presidência da República;

9.9.6 Presidente da Comissão de Valores Mobiliários;

9.9.7 Presidente do Banco Central do Brasil.

10. Ata n° 46/2020 – Plenário.
11. Data da Sessão: 2/12/2020 – Telepresencial.
12. Código eletrônico para localização na página do TCU na Internet: AC-3252-46/20-P.

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66489483.

13. Especificação do quórum:
13.1. Ministros presentes: José Mucio Monteiro (Presidente), Walton Alencar Rodrigues, Benjamin Zymler, Augusto Nardes, Raimundo Carreiro (Relator), Ana Arraes, Bruno Dantas e Vital do Rêgo.
13.2. Ministros-Substitutos presentes: Augusto Sherman Cavalcanti, Marcos Bemquerer Costa, André Luís de Carvalho e Weder de Oliveira.

(Assinado Eletronicamente)
JOSÉ MUCIO MONTEIRO
Presidente

(Assinado Eletronicamente)
RAIMUNDO CARREIRO
Relator

Fui presente:

(Assinado Eletronicamente)
CRISTINA MACHADO DA COSTA E SILVA
Procuradora-Geral

Para verificar as assinaturas, acesse www.tcu.gov.br/autenticidade, informando o código 66489483.