

Codebook - Fraudes Corporativas no Brasil: Atuação da CVM no Enforcement do Arcabouço Regulatório-Legal dos Mercados de Capital

Aluno: Tomás Peres Ribeiro Orientador: Prof. Dr. Dante Mendes Aldrichi

27 de dezembro de 2024

Resumo

O objetivo do documento em questão é descrever as informações relevantes associadas à construção de uma base de dados com informações referentes às decisões associadas aos Processos Administrativos Sancionadores (PAS) da CVM entre 2000 e 2023.

1 Objetivo da base de dados

A base de dados tem como objetivo investigar e categorizar as irregularidades cometidas no mercado de capitais do Brasil entre 2000 e 2023, categorizando informações relevantes presentes nos Processos Administrativos Sancionadores (PAS) conduzidos pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) instaurados no período.

Busca-se levantar nesses documentos informações sobre: questões procedimentais do processo em questão, a companhia envolvida, a dosimetria aplicada, a celebração (ou não) de Termo de Compromisso (TC) por parte da CVM, informações das partes acusadas e do malfeito cometido.

Embora as fraudes corporativas sejam recorrentes no país, elas têm sido pouco investigadas. Existe um material muito rico disponibilizado pela CVM, que são os autos relacionados aos PAS conduzidos. Já foram feitas análises parecidas para os Estados Unidos e outros países, mas até onde conhecemos, uma sistematização para um período tão extenso, com objetivos de análise econômica, ainda não foi realizada no Brasil. Apesar disso, existem sistematizações com fins jurídicos voltadas, em geral, para anos específicos, como as realizadas pelo MFCAP/FGV-SP.

O foco da base de dados está nos casos em que há suspeitas ou indícios de que tenha acontecido a expropriação de recursos de acionistas minoritários pelos controladores ou por executivos a eles subordinados. O objetivo da base de dados em questão é construir, posteriormente, relações entre os dados fornecidos pelos PAS e outras características da empresa, como gasto em capital, endividamento e estrutura de propriedade.

Complementarmente, é importante ressaltar que a base de dados foi construída para ser aplicada no campo das Ciências Econômicas, e portanto não tem o rigor judicial como o seu principal propósito, mas sim a categorização de informações que possam ajudar a entender os incentivos aos quais as firmas estão submetidas no mercado de capitais e as suas respectivas consequências.

2 Breve descrição do funcionamento de um Processo Administrativo Sancionador

O rito dos PAS movidos pela CVM é regulado pela Resolução N° 45 da CVM, de 31 de agosto de 2021. Depois da apuração de uma ilegalidade, seja pela imprensa, denunciante externo ou interno à companhia envolvida, ou pela própria CVM, pode ser instaurado um Processo Administrativo Sancionador, com base nos termos do Art. 5° da Resolução N° 45.

Caso fique decidido pela instauração do PAS, os acusados são intimados e, dentro do prazo pré-estabelecido, têm direito à apresentação de defesa. Após a apresentação de defesa, é sorteado um

relator, dentre os membros do Colegiado¹. Compete ao Colegiado, então, a realização de uma sessão de julgamento, presidida pelo Presidente da CVM, em que é apresentada sustentação oral por parte da defesa.

Na sessão de julgamento, a cada membro do Colegiado cabe um voto e as deliberações são tomadas por maioria. No caso de empate, deve prevalecer a decisão mais favorável à parte acusada. De acordo com o Art. 60 da Resolução, a CVM pode impor uma série de penalidades, isolada ou cumulativamente. Elas serão caracterizadas à fundo em uma seção posterior desse texto.

Durante qualquer momento do andamento de um PAS, o(s) acusado(s) podem apresentar uma proposta de Termo de Compromisso (TC). Nela, se comprometem a cessar a prática de atividades consideradas ilícitas e, se for o caso, corrigir os prejuízos imputados. Os Termos de Compromisso podem ser apresentados ainda na fase de apuração preliminar dos fatos, e nesse caso é encaminhado diretamente à Superintendência responsável.

Feita a proposta de TC, cabe ao Comitê de Termo de Compromisso (CTC)² emitir parecer sobre a conveniência e oportunidade da celebração do compromisso. Após negociação entre o CTC e a parte acusada, cabe ao Colegiado deliberar pela aceitação ou não da proposta de TC apresentada, podendo requisitar ao CTC mais informações sobre a proposta.

No caso de aceitação da proposta de TC pelo Colegiado e cumprimento da proposta de TC pela parte acusada, o PAS é suspenso.

3 Metodologia de coleta dos dados

A CVM disponibiliza os documentos referentes a cada PAS para download no seu site oficial. Apesar disso, a organização dos arquivos é relativamente difícil e complicada. Fizemos um pedido via Lei de Acesso à Informação que não foi aceito, e por isso os arquivos foram baixados diretamente do site da CVM.

São dois os tipos de documento analisados nessa base de dados:

1. **Extratos de sessão de julgamento:** são os documentos em que ficam registrados os votos de cada um dos diretores na sessão de julgamento. Em cada um dos extratos, consta a data do julgamento, a lista dos acusados, uma breve descrição do delito cometido e a decisão tomada pelo Colegiado da CVM. O cabeçalho é seguido por um relatório, que descreve o andamento do processo, e pelos votos dos membros do Colegiado. Estão disponíveis para download como uma pasta conjunta no site da CVM³.
2. **Pareceres do Comitê de Termo de Compromisso:** são os documentos em que fica registrado o parecer do CTC sobre uma proposta de TC. Nela, constam informações importantes como os valores propostos no TC, a(s) contraproposta(s) do CTC e a sugestão pela aceitação ou não do TC por parte do Comitê. Estão também disponíveis para download no site oficial da CVM, mas não como uma pasta compacta⁴.

Considerando o número extenso de documentos (mais de 1500), a coleta destes foi um processo trabalhoso em que pode ter acontecido perdas de informações. Não acreditamos, no entanto, que sejam significativas, considerando a reputação do órgão regulador e a importância dada por ele à divulgação das informações sobre os PAS.

4 Critérios para a inclusão de um processo

Os critérios usados para optar pela inclusão (ou não) de um processo na base de dados são essenciais na análise da base de dados a ser construída.

¹O Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários é formada por um Presidente e quatro Diretores, nomeados pelo Presidente da República e aprovados pelo Senado Federal.

²O Comitê de Termo de Compromisso é formado pelos titulares de cinco ou mais Superintendências da CVM (normalmente funcionários de carreira associados à CVM, que devem possuir pós-graduação na área), indicados pelo Presidente, além do titular da Procuradoria Federal Especializada na CVM (PFE-CVM).

³O endereço para fazer o *download* é: <https://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/pesquisa/pesquisa.html>

⁴As propostas de TC que foram aceitas e os pareceres do CTC associados podem ser acessados nesse endereço: https://conteudo.cvm.gov.br/termos_compromisso/index.html. As decisões do colegiado e Pareceres do CTC associados às propostas que foram rejeitadas estão disponíveis em https://conteudo.cvm.gov.br/termos_compromisso_rejeitados/index.html.

Em primeiro lugar, é importante ressaltar que a base de dados em questão tem como objetivo analisar os casos em que ocorre a expropriação de recursos de acionistas minoritários por parte dos controladores. Portanto, foram adicionados apenas os processos em que ocorre esse tipo de malfeito⁵. Isso pode ser concretizado de várias formas, que serão discutidas nas seções posteriores.

O recorte temporal da base de dados engloba todos os PAS instaurados entre 2000 e 2023, desde que o julgamento e a Decisão do Colegiado tenham acontecido antes do final do ano de 2024.

É importante também ressaltar que a montagem do banco de dados não está ileso às atribuições burocráticas do sistema judicial brasileiro. Sabemos que o sistema judicial no Brasil tem várias falhas, o que significa que nem todos os ilícitos aqui descritos de fato aconteceram, e seria leviano assumir que todos os ilícitos que aconteceram durante o período estão lá classificados.

Apesar disso, a CVM tem a característica histórica de ser um órgão reputável e sério no cenário jurídico brasileiro, sendo uma autarquia respeitada. Além disso, é evidente que a base de dados é um avanço considerável no sentido de transformar informações jurídicas de difícil compreensão em informações quantitativas e qualitativas muito mais facilmente manipuláveis.

5 Variáveis da base de dados

Decidimos pela adição de 23 variáveis, divididas em 6 macrogrupos (representados pelos subtópicos). Boa parte são informações procedimentais facilmente encontradas nos autos dos PAS. O restante se trata de categorias que exigem uma certa análise no momento do seu processamento, e por isso precisam ser definidas de maneira objetiva de forma a garantir que os uniformidade.

Outra decisão foi em relação ao *tradeoff* entre classificar por indivíduo frente à contrapartida por processo. O anterior foi escolhido. Nesta base de dados, portanto, cada linha representa um indivíduo envolvido em um processo. Assim, em caso de múltiplos acusados por processo (como é o caso em grande parte dos PAS), cada parte acusada terá uma entrada individual, permitindo uma análise detalhada de suas respectivas participações e sanções, quando aplicáveis.

Existe também a consideração de observarmos, para um mesmo indivíduo, várias acusações. Isso pode acontecer, mas é um fenômeno relativamente raro. Por isso, nesse tipo de caso, optamos por selecionar com base nos seguintes critérios:

1. Prevalecerá, no banco de dados, a acusação pela qual a parte acusada foi condenada.
2. Se a parte acusada foi condenada por várias acusações, prevalecerá a que tiver a pena pecuniária mais alta associada.
3. Se a parte acusada não foi condenada, ou foi condenada por mais de uma acusação, mas sem penas pecuniárias, prevalecerá aquela que, de acordo com o Art. 62 da resolução N° 45 da CVM, de agosto de 2021, tiver maior valor máximo da pena-base pecuniária.

5.1 Informações procedimentais

O macrogrupo em questão tem como objetivo armazenar informações relacionadas ao procedimento burocrático do PAS. É especialmente importante no momento de indexar um processo e/ou acusado em específico. Na Tabela 1, é possível observar as classificações.

5.2 Informações sobre a companhia envolvida

O objetivo da seção em questão é descrever os critérios para a seleção das variáveis que fornecem informações sobre a companhia envolvida no PAS. É importante que seja esclarecido que **companhia envolvida** é o termo utilizado para designar uma entidade que, embora não necessariamente seja formalmente acusada ou ré em um processo administrativo ou judicial, está indiretamente relacionada aos fatos investigados, devido à atuação de seus representantes, como diretores, executivos ou colaboradores, que, no exercício de suas funções, tenham cometido atos questionáveis ou ilícitos.

⁵Isso indica a exclusão de processos relacionados à má-gestão e/ou irregularidades cometidas por fundos de investimentos ou corretoras, além de malfeitos que não estão claramente associados à expropriação dos minoritários (um exemplo encontrado foi a indicação de profissionais não regulamentados pelo Conselho Federal de Contabilidade para a apuração do resultado do exercício social, mas sem indícios de fraude contábil que beneficiasse os controladores).

Variável	Descrição
Identificador do processo (<i>process_id</i>)	O código de identificação do processo, definido pela CVM.
Identificador do acusado (<i>defendant_id</i>)	Número associado ao acusado, ordenando os acusados em ordem alfabética.
Início do processo (<i>instauration_date</i>)	Data de instauração do PAS.
Final do processo (<i>end_date</i>)	Data da Sessão de Julgamento do PAS.
Link de acesso (<i>access_link</i>)	Link de acesso à página do processo no site da CVM.

Tabela 1: Variáveis procedimentais.

Vale notar, em primeira instância, que nem sempre existe uma companhia associada ao PAS. Nesse caso, optamos por não fornecer informações sobre a companhia envolvida. Na Tabela 2, podemos observar as variáveis selecionadas.

Variável	Descrição
Nome (<i>firm_name</i>)	Razão social da companhia envolvida, registrada oficialmente nos autos do PAS.
Ticker (<i>firm_ticker</i>)	Abreviação do ticker da companhia envolvida, caso estivesse listada publicamente no mercado de ações à época do ocorrido.
Valor dos ativos (<i>firm_assets</i>)	Valor total divulgado dos ativos da companhia envolvida no ano anterior à abertura do PAS. No caso de falência, o último disponível.
Data do IPO (<i>firm_ipo</i>)	Data em que a companhia envolvida foi listada publicamente na bolsa.

Tabela 2: Informações sobre a companhia envolvida nos processos do PAS.

5.3 Dosimetria no Processo Administrativo Sancionador

O objetivo desse macrogrupo de variáveis é trazer informações sobre as punições aplicadas na decisão final do PAS (se houve). É importante ressaltar a aceitação do Termo de Compromisso “tem por efeito a suspensão do processo em administrativo curso”. As variáveis podem ser encontradas na Tabela 3.

Variável	Descrição
Houve aplicação de penalidade (<i>penalty</i>)	Variável <i>dummy</i> que assume 1 se o indivíduo foi condenado e 0, caso contrário.
Tipo de penalidade (<i>penalty_type</i>)	Variável categórica que indica o tipo de penalidade aplicada. Pode assumir os valores: advertência (1); multa (2); inabilitação temporária para cargo de administração (3); suspensão total (4); suspensão parcial (5).
Valor da multa (<i>fine_value</i>)	Valor da multa pecuniária aplicada pela CVM sobre o condenado, em moeda corrente no momento da condenação.

Tabela 3: Informações sobre a dosimetria aplicada nos processos do PAS.

É importante explicar, nessa seção, os critérios para categorização dos tipos de penalidades. A Resolução Nº 45 da CVM, de agosto de 2021, define que órgão fiscalizador pode aplicar sete tipos de punição, isolada ou cumulativamente⁶. Optamos por fazer uma reorganização, para interesse acadêmico

⁶São elas: “I – advertência; II – multa; III – inabilitação temporária, até o máximo de 20 (vinte) anos, para o exercício de cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários; IV – suspensão da autorização ou registro para o exercício das atividades de que trata a Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976; V – inabilitação temporária, até o máximo de 20 (vinte) anos, para o exercício das atividades de que trata a Lei nº 6.385, de 1976; VI – proibição temporária, até o máximo de 20 (vinte) anos, de praticar determinadas atividades ou operações, para

na área das Ciências Econômicas, das categorias, englobando as três últimas categorias definidas pela resolução em uma só ("suspensão parcial").

5.4 Informações sobre celebração de Termo de Compromisso

Esse macrogrupo de variáveis tem como objetivo fornecer informações sobre o rito dos Termos de Compromisso dentro de cada PAS. Como explicado anteriormente, os acusados podem, ou não, apresentar propostas de TC ao Colegiado da CVM. Cabe ao Colegiado, com base na recomendação do Comitê de Termo de Compromisso (CTC), analisar as propostas dos acusados e optar por fazer uma contraproposta ou rejeitar sumariamente o proposto pelos acusados.

As variáveis quantitativas e qualitativas registradas na Tabela 4 têm como objetivo registrar o processo de andamento de uma proposta de TC.

Variável	Descrição
Houve proposta de TC? (<i>settlement_proposal</i>)	Variável binária que assume o valor 1 se o acusado apresentou proposta de TC, e 0 caso contrário.
O TC foi celebrado? (<i>settlement_celebrated</i>)	Variável binária que assume o valor 1 se a CVM, mesmo que após contraproposta, optou por celebrar TC e portanto, absolver o acusado, e 0 caso contrário.
Valor da proposta inicial (<i>initial_set_value</i>)	Valor associado à primeira proposta de TC realizada pelo acusado, em moeda corrente no momento da realização da proposta.
Valor do compromisso final firmado (<i>final_set_value</i>)	Valor associado à quantidade paga, de fato, pelo acusado depois de contraproposta (ou não) da CVM, em moeda corrente no momento da aceitação do compromisso.

Tabela 4: Informações sobre o rito dos Termos de Compromisso nos processos do PAS.

5.5 Informações sobre a parte acusada

O objetivo dessa parte da base de dados é registrar informações sobre a parte acusada no PAS. Queremos colher informações sobre o cargo, categoria e número de acusados do processo. As variáveis estão registradas na Tabela 5.

Variável	Descrição
Categoria jurídica do acusado (<i>is_pf</i>)	Variável binária que assume o valor 1 se a parte acusada é Pessoa Física, e 0 caso contrário.
Cargo do acusado (<i>defendant_post</i>)	Variável que, quando o acusado é categorizado como pessoa física, pode assumir os seguintes valores, a depender da participação do acusado na companhia envolvida: conselho de administração (1); diretoria executiva (2); <i>stakeholders</i> , divididos em fornecedores (3), credores (4), consumidores (5) e acionistas — o foco dessa categoria é captar os acionistas majoritários que se beneficiam da expropriação, mas não têm cargo na diretoria/conselho de administração (6); funcionários não executivos (7).
Acusado é presidente? (<i>is_chairman</i>)	Variável binária que, para membros do conselho de administração ou da diretoria executiva, assume valor 1 se o acusado é presidente do conselho/diretoria e 0, caso contrário.
Número de acusados (<i>number_defendants</i>)	O número de acusados no processo em que o acusado foi inserido, incluindo o próprio acusado.

Tabela 5: Informações sobre a parte acusada nos processos do PAS.

Sabemos, no entanto, que pode acontecer sobreposição entre as categorias da variável *defendant_post*. Isso acontece especialmente quando o sujeito é membro da diretoria e do conselho de

os integrantes do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários; e VII – proibição temporária, até o máximo de 10 (dez) anos, de atuar, direta ou indiretamente, em uma ou mais modalidades de operação no mercado de valores mobiliários.”

administração ao mesmo tempo. Nesse caso, optamos pelo seguinte critério: se o sujeito é presidente de qualquer uma das duas entidades, é ela quem prevalece. Caso contrário, prevalece o cargo de diretoria, já que normalmente esse cargo exige uma dedicação exclusiva e maior do que cargos do conselho.

5.6 Informações sobre o malfeito

Esse macrogrupo de variáveis dentro da base de dados tem como objetivo a categorização do malfeito registrado no PAS. É uma parte relativamente desafiadora, por conta da questão jurídica associada. O objetivo, como registra a Tabela 6, é colher informações sobre a duração do malfeito, a sua categorização pela CVM e o meio para a concretização da expropriação.

Variável	Descrição
Duração do malfeito (<i>offense_duration</i>)	Duração, em meses, do malfeito, conforme descrito nos autos do processo.
Grupo da infração (CVM) (<i>offense_group</i>)	Variável categórica que indica o grupo da infração, de acordo com o Art. 62 da resolução N° 45 da CVM, de agosto de 2021.
Meio para a concretização da expropriação (<i>expropriation_means</i>)	Variável categórica que indica o meio pelo qual os acionistas controladores expropriaram os minoritários. As categorias são: fraude contábil ou na auditoria (1); problemas na divulgação de fato relevante (2); uso de informação privilegiada (<i>insider trading</i>) (3); manipulação de preços e/ou criação de condições artificiais (4); oferta pública sem registro (5); violação do dever de diligência (6); <i>self dealing</i> e/ou <i>tunneling</i> (7); arbitragem regulatória (8); aquisições/fusões fraudulentas (9); distribuição errônea de dividendos (10).

Tabela 6: Informações sobre o malfeito nos processos do PAS.

É importante explicitar, dentre as variáveis desse macrogrupo, os critérios utilizados para definir as categorias da variável *expropriation_means*. Após análise de outras categorizações, optamos pela definição das 10 categorias, separadas em 4 macrogrupos:

1. Questões societárias:

- (a) Fraude contábil ou na auditoria - qualquer tipo de falha ou falsificação na escrituração contábil, livros sociais ou quaisquer outras demonstrações financeiras, além da desfiguração da auditoria;
- (b) Problemas na divulgação de fato relevante - não divulgação de informação de grande impacto para a companhia.

2. Ilícitos de mercado secundário:

- (a) Uso de informação privilegiada (*insider trading*) - negociação de valores mobiliários com base em informações obtidas internamente, que ainda não foram divulgadas publicamente pela companhia envolvida/imprensa;
- (b) Manipulação de preços/criação de condições artificiais - disseminação de informações falsas, excesso de transações (*churning*), lançamento de ordens de compra ou venda para manipular os preços de uma ação (*spoofing*), entre outras relacionadas.

3. Oferta pública sem registro:

- (a) Qualquer tipo de oferta pública sem registro - ofertas públicas que estejam em desconformidade com a Resolução nº 160 da CVM, de 16 de julho de 2022.

4. Questões societárias:

- (a) Violação do dever de diligência - ações imprudentes realizadas pelo próprio ou em nome do acusado, com o objetivo de expropriar acionistas minoritários;

- (b) *Self-dealing/tunneling* - transmissão de ativos da companhia envolvida para si mesmo ou relacionados, por vias como contratação de serviços ou compra de ativos a preços inflados, empréstimos entre controladores e a companhia, venda de ações a um preço supervalorizado para empresa relacionada ao controlador, entre outros semelhantes;
- (c) Arbitragem regulatória - registro de companhias em jurisdições com regras fiscais e de governança afrouxadas, sem respaldo legal, com o objetivo de expropriar acionistas minoritários;
- (d) Aquisições/fusões fraudulentas - aquisições ou fusões em que os acionistas minoritários não têm participação, e visam ao benefício próprio do(s) controladore(s) em detrimento dos minoritários;
- (e) Distribuição errônea de dividendos - erros na distribuição de dividendos. São exemplos a não proporcionalidade na distribuição, a manipulação do lucro distribuível, a distribuição excessiva de dividendos, e a existência de dividendos preferenciais sem justificativa.

Consideramos, ainda nessa variável, que existe a possibilidade de sobreposição entre duas categorias. Para contornar esse problema, optamos por classificar sempre na categoria mais específica, quando há sobreposição. Por exemplo, se um executivo não divulga fato relevante para realizar *insider trading*, o que prevalece é a categoria posterior. Outro exemplo: *self-dealing* é, por definição, uma violação do dever de diligência. Portanto, o primeiro prevalece.

Referências