

# OBSERVATÓRIO DO MERCADO DE CAPITALIS

*Atividade Disciplinar da CVM*

Associação Brasileira de Jurimetria - ABJ



Associação Brasileira das Companhias Abertas – ABRASCA



**Data do relatório: 09 de janeiro de 2023**

**Processos coletados até o maio de 2022**

## Sumário

Lista de abreviaturas e siglas .....	ii
Equipe .....	5
Patrocinadores .....	6
Sobre este documento .....	7
1 Introdução .....	8
1.1 Objetivo e Questões Norteadoras .....	10
1.2 Organização do trabalho .....	11
2 Metodologia .....	13
2.1 Listagem de processos .....	13
2.1.1 Fontes de dados .....	13
2.1.2 Acesso e consolidação .....	17
2.1.3 Filtros de escopo .....	20
2.2 Coleta .....	20
2.2.1 Atualização .....	22
2.3 Análise .....	22
3 Resultados .....	24
3.1 Base de dados .....	24
3.1.1 Lacunas da base .....	27
3.2 Análises .....	27
3.2.1 Temas discutidos .....	28
3.2.2 Características das partes .....	36
3.2.3 Desfecho dos julgamentos .....	41
3.2.4 Termos de Compromisso .....	48
3.2.5 Tempo dos processos .....	49
3.2.6 Temas com divergência .....	53
3.2.7 Análises especiais .....	54
Referências bibliográficas .....	57

## **Lista de abreviaturas e siglas**

ABRASCA

Associação Brasileira de Companhias Abertas

CFC

Conselho Federal de Contabilidade

CNAE

Classificação Nacional de Atividade Econômica

CNPJ

Cadastro Nacional da Pessoa Jurídica

CTC

Comitê de Termos de Compromisso

CVM

Comissão de Valores Mobiliários

DRI

Diretor de Relações com Investidores

ICVM

Instrução da Comissão de Valores Mobiliários

ITR

Informações Trimestrais

PAS

Processos Administrativos Sancionadores

PFE

Procuradoria Federal Especializada

PSJ

Processos Sancionadores Julgados

RFB

Receita Federal do Brasil

SEI

Sistema Eletrônico de Informações

SEP

Superintendência de Relações com Empresas

SGE

Superintendência Geral

SIN

Superintendência de Relações com Investidores Institucionais

SMI

Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários

SNC

Superintendência de Normas Contábeis e de Auditoria

SPS

Superintendência de Processos Sancionadores

SRE

Superintendência de Registro de Valores Mobiliários

TC

Termo de Compromisso

TCC

Termo de Compromisso Celebrado

# Equipe

## Coordenadores

Marcelo Guedes Nunes

Renato Berger

## Comitê Consultivo

Carlos Augusto Junqueira

Cauê Rezende Myanaki

Daniel Kalansky

Eli Loria

José Estevam Almeida Prado

Maria Guido

Michel Btechs

Otávio Yazbek

Pedro Brigagão

## Análise de dados

Bruno Daleffi

Caio Lente

Julio Trecenti

Renata Hirota

Ricardo Feliz

## Pesquisadores

Brunna Soldan

Igor Pretel

Jéssica Martins Gará

Julia de Paula

Katerine Witkoski

Luana Carvalho

## Patrocinadores

**YAZBEK**  
ADVOGADOS

**CESCON**  
**BARRIEU**

**MATTOS FILHO >**

Mattos Filho, Veiga Filho,  
Marrey Jr e Quiroga Advogados

**PINHEIRONETO**  
ADVOGADOS

Apoio técnico:

 **TERRANOVA**

## **Sobre este documento**

O relatório foi produzido em *RMarkdown*. Todos os gráficos produzidos pela ABJ são reprodutíveis, ou seja, qualquer pessoa interessada em verificar a metodologia e os algoritmos utilizados pode fazê-lo. O relatório foi gerado com o software estatístico R na versão 4.2.2.

## **1 Introdução**

O Observatório do Mercado de Capitais é uma iniciativa da Associação Brasileira de Jurimetria (ABJ) e da Associação Brasileira das Companhias Abertas (Abrasca), visando compreender de forma empírica as atividades desempenhadas pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

A CVM é uma autarquia federal vinculada ao Ministério da Economia, criada pela Lei nº 6.385 de 07 de dezembro de 1976, cujos objetivos principais são disciplinar e fiscalizar o mercado de capitais brasileiro e os seus agentes.

A 1ª Fase do Observatório do Mercado de Capitais, objeto do presente relatório, refere-se aos Processos Administrativos Sancionadores (PAS) julgados pela CVM e aos Termos de Compromisso (TC) celebrados pelas partes envolvidas.

A Lei nº 6.385/76, em seu artigo 9º, inciso V, dispõe que cabe à CVM 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. Cabe à CVM aplicar aos autores das infrações as penalidades previstas no art. 11 da Lei 6.385/76, sem prejuízo da responsabilidade civil ou penal. Caso haja indícios de crime de ação pública detectados nos casos investigados, a CVM deve comunicar o ocorrido ao Ministério Público.

No caso de identificação de possíveis irregularidades dentro do mercado de capitais, compete à CVM instaurar um processo administrativo para investigar os fatos. Há seis superintendências principais que atuam na apuração ou investigação:

- Superintendência de Relações com Empresas (SEP).
- Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários (SMI).
- Superintendência de Relações com Investidores Institucionais (SIN).
- Superintendência de Registro de Valores Mobiliários (SRE).
- Superintendência de Normas Contábeis e de Auditoria (SNC).
- Superintendência de Processos Sancionadores (SPS).

As superintendências atuam na abertura de processos administrativos enviando a proposta para a Superintendência Geral (SGE). Dependendo da aceitação da proposta ou não, o Processo Administrativo Sancionador (PAS) é iniciado.

A Superintendência de Processos Sancionadores (SPS), em conjunto com a Procuradoria Federal Especializada (PFE), busca elementos de autoria e materialidade para formalizar a acusação ou arquivar o processo, caso entenda que não houve ato ilícito.

Após essa fase, é realizado um termo de acusação, passando pelo rito de intimação, recebimento das defesas, sorteio do relator para julgamento pelo colegiado da CVM, julgamento e recurso.

Em qualquer momento do processo, o acusado pode propor a celebração de um TC perante a CVM. Tal instrumento foi instituído pela Lei nº 9.457, de 5 de maio de 1997, trazendo a possibilidade de suspensão do PAS e podendo ser celebrado, inclusive, antes mesmo da acusação.

O TC é objeto de análise pelo Comitê de Termo de Compromisso (CTC), órgão integrado pelo Procurador e outros superintendentes. O CTC analisa os requisitos legais e negocia valores para celebrar o TC.

Caso não haja TC, ou ele tenha sido recusado por decisão colegiada, o processo segue o próximo rito processual: o julgamento. As penalidades impostas pela CVM, conforme o artigo 11 da Lei nº 6.385/76, consistem em:

1. Advertência.
2. Multa.
3. Inabilitação temporária.
4. Suspensão da autorização ou registro para o exercício das atividades.
5. Inabilitação da autorização ou registro para o exercício das atividades de que trata a Lei nº 6.385/76.
6. Proibição temporária.

Dadas as informações preliminares sobre a CVM e o funcionamento do PAS, passamos aos objetivos da pesquisa.

### **1.1 Objetivo e Questões Norteadoras**

A 1ª Fase do Observatório do Mercado de Capitais é dedicada à análise dos Processos Administrativos Sancionadores (PAS) e Termos de Compromisso (TC) da CVM, endereçando os pontos principais abaixo.

- Temas dos processos sancionadores.
- Características das partes envolvidas.
- Desfecho dos julgamentos, critérios e forma de aplicação das sanções.
- Tempo de duração dos processos.
- Características dos Termos de Compromisso.
- Temas com divergência nos julgamentos.

A pesquisa utilizou como base o conjunto de questões norteadoras abaixo. As questões são guias que orientam a coleta de dados, ou seja, elas não são explicitamente incluídas no questionário de pesquisa, já que algumas delas demandam o cruzamento de várias informações distintas. As perguntas do questionário são os insumos dos cruzamentos que responderão a essas perguntas.

1. Quais são os temas discutidos nos processos sancionadores da CVM?
  - Normativos citados na acusação.
  - Quais atividades implicaram em possíveis infrações aos normativos?
2. Quais são as características das partes envolvidas nos processos?
  - Tipo de atividade, segmento e porte das pessoas jurídicas.
  - Função/cargo/capacidade das pessoas físicas.
  - Relação entre as penas aplicadas e as características das partes.
3. Como varia o desfecho dos julgamentos?
  - Características dos processos que aumentam as chances de absolvição.
  - Características das partes que influenciam no desfecho.

- Variação das sanções de acordo com o teor dos processos.
  - Valor das multas aplicadas pelo Colegiado.
  - Prazos típicos aplicados pelo Colegiado quando há suspensões / inabilitações / proibições.
  - Principais condicionantes de aplicação das sanções, como agravantes e/ou atenuantes de multas, por exemplo.
4. Quanto tempo dura, em média, um julgamento da CVM?
- Tempo entre a data do fato e a data de instauração do processo.
  - Características do processo que impactam no tempo de duração, como quantidade de partes e porte das empresas envolvidas.
  - Se houver julgamento, quanto tempo dura cada possível etapa (por exemplo: instauração/apresentação de defesa ou termo de compromisso, instauração/termo de acusação, instauração/rejeição do termo de compromisso, defesa/julgamento, defesa/parecer da procuradoria).
  - Se houver proposta de Termo de Compromisso, quanto tempo dura a apreciação de uma proposta de Termo de Compromisso em todas as suas fases (por exemplo: instauração/termo de compromisso, apresentação de termo de compromisso/aprovação ou rejeição, apresentação de termo de compromisso/parecer da procuradoria e do Comitê de Termo de Compromisso).
5. Quais são as características típicas dos Termos de Compromisso?
- Relação do valor das propostas com as penas aplicáveis no caso.
  - Características nos casos que tornam o aceite de Termos de Compromisso mais propenso, como valor da proposta e proporção da proposta com relação ao valor teórico da pena.
6. Quais são os temas que geram maior divergência na jurisprudência da CVM?
- Identificação dos temas nos quais o entendimento do Colegiado mudou ao longo do tempo.
  - Identificação de temas que suscitam divergência.

## **1.2 Organização do trabalho**

O relatório foi organizado em dois capítulos, além desta introdução. No Capítulo 2, apresentamos as decisões metodológicas, procedimento de coleta e organização dos dados da CVM. No Capítulo 3, apresentamos os principais resultados da pesquisa, organizados de acordo com as questões norteadoras.

Este relatório é o segundo documento que formaliza os achados da pesquisa realizada. Ele faz parte de um projeto maior, criado com o objetivo de trazer dados atualizados sobre o tema, através de um *dashboard* interativo de análise, relatório e dados dos processos atualizados periodicamente.

## 2 Metodologia

Toda pesquisa jurimétrica passa necessariamente por três etapas: listagem de processos, coleta de dados e análise estatística. A etapa da listagem envolve encontrar os números identificadores dos processos que fazem parte da pesquisa, considerando o escopo definido. Já a etapa de coleta envolve acessar os processos através de seus números identificadores, obtendo as informações que são relevantes para o estudo. A terceira etapa envolve a análise estatística dos dados coletados, realizando os cruzamentos necessários para atingir os objetivos da pesquisa.

### 2.1 Listagem de processos

A listagem de processos envolve três passos principais: identificação das fontes de dados, acesso aos processos e aplicação dos filtros de escopo. O primeiro passo envolve encontrar todos os meios para consulta dos processos de interesse. O segundo passo envolve desenvolver métodos computacionais para acessar e consolidar as informações a respeito desses processos. O último passo envolve adequar os dados resultantes ao escopo da pesquisa, excluindo casos que não farão parte da população em análise.

#### 2.1.1 Fontes de dados

Para buscar as fontes disponíveis, o primeiro passo é compreender como o PAS é organizado nos sistemas da CVM em cada etapa processual.

O fluxo simplificado do PAS foi descrito na Figura [2.1](#). O primeiro registro do processo em sistemas publicamente acessíveis ocorre no momento da citação dos acusados. Em seguida, o processo pode seguir para dois caminhos: apresentação de TC ou julgamento. O TC apresentado não é acessível publicamente, restando disponíveis somente o Termo de Compromisso Celebrado (TCC) em caso de conciliação frutífera, ou decisão de rejeição do TC, disponível somente através das atas de reuniões do colegiado.<sup>1</sup> Neste último caso, o processo ainda iria para julgamento final do PAS.

---

<sup>1</sup>Em 2020, a CVM passou a disponibilizar também a lista de TC rejeitados.

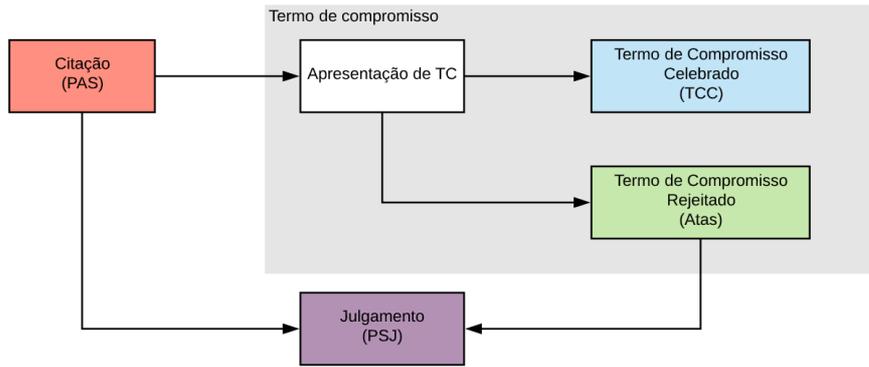


Figura 2.1: Diagrama simplificado do fluxo do PAS.

Considerando os pontos supracitados, para o presente estudo, foram levantadas quatro fontes distintas de dados, descritas a seguir.

**PAS.** Trata-se da consulta de Processos Administrativos Sancionadores da CVM<sup>2</sup>. A ferramenta permite a consulta de processos individuais, bem como a listagem de processos a partir de palavras-chave aplicadas às ementas, objeto ou acusados.

Para realizar a consulta, especifique parte das informações do processo (UF, Ano ou o Número) ou os campos ACUSADO, EMENTA ou ASSUNTO/OBJETO.

Os filtros são cumulativos. Por exemplo, caso o campo ACUSADO seja preenchido com "Jose", o campo EMENTA seja preenchido com "Instrução CVM nº 000" e o ASSUNTO/OBJETO contenha o texto "Instrução CVM nº 000" e o ASSUNTO/OBJETO contenha o texto "Instrução CVM nº 000".

**PROCESSO**

**ACUSADO**

**EMENTA**

**ASSUNTO/OBJETO**

Figura 2.2: Ferramenta de consulta do PAS.

<sup>2</sup><http://sistemas.cvm.gov.br/?PAS>. Último acesso em 17/05/2020.

**TCC.** Trata-se da consulta de Termos de Compromisso Celebrados da CVM<sup>3</sup>. A ferramenta permite a listagem completa de processos, sem necessidade de utilizar palavras-chave.

## Termos de Compromisso Celebrados

Lista de Termos de Compromisso aprovados pelo Colegiado e já celebrados entre o compromitente e a CVM.

As decisões do Colegiado referentes a todos os termos de compromisso apresentados à CVM (aceitação ou rejeição de proposta e determinação de arquivamento por cumprimento) podem ser consultadas em [Decisões do Colegiado](#), neste portal.

Número, Conteúdo

614 resultados encontrados (0.003 segundos) Itens por página:

Número do processo	Data de aprovação	Data de assinatura	Publicação	Compromitentes	Decisão do Colegiado e Parecer do CTC
<a href="#">19957.005128/2019-15</a>	24/03/2020	07/05/2020	08/05/2020	Vinicius Ottone Mastrososa	<a href="#">Decisão/Parecer</a>
<a href="#">19957.005428/2019-96</a>	03/03/2020	20/04/2020	22/04/2020	José Antonio de Almeida Filippo	<a href="#">Decisão/Parecer</a>

Figura 2.3: Ferramenta de consulta de termos de compromisso celebrados.

**PSJ.** Trata-se da consulta de Processos de Sancionadores Julgados da CVM<sup>4</sup>. A ferramenta permite a listagem completa de processos, sem necessidade de utilizar palavras-chave.

<sup>3</sup>[http://www.cvm.gov.br/termos\\_compromisso/index.html](http://www.cvm.gov.br/termos_compromisso/index.html). Último acesso em 17/05/2020.

<sup>4</sup><http://www.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador.html>. Último acesso em 17/05/2020.

Termo:

Todos os termos
  Qualquer termo
  Expressão exata

Data/Período:  a

Tipo:

Processos Sancionadores Julgados  
 Despachos

**BUSCAR**

---

1089 resultados encontrados  
(0.015 segundos)

Ordenar por:

Itens por página:

**Filtrar resultados:**

Processos Sancionadores Julgados (1089)

---

**Período:**

---

**Tipos de arquivos:**

HTML (1089)

PDF (0)

Doc, Docx ou RTF (0)

---

**PAS 14/2010 (19957.010796/2019-56)**

Ementa: Prática não equitativa no mercado de valores, em infração ao inciso I da Instrução CVM nº 08/79, no tipo descrito no inciso II, 'd', e descumprimento do dever de diligência, descrito no art. 4...

Data: 03/03/2020  
Tipo: Processos Sancionadores Julgados

---

**19957.003780/2017-25 (RJ2017/1858)**

Ementa: Uso de informação privilegiada na aquisição de ações de emissão da Triunfo Participações e Investimentos S.A. Infração ao art. 155, parágrafo 4º, da Lei nº 6.404/76, c/c o disposto no art. 13,...

Data: 03/03/2020  
Tipo: Processos Sancionadores Julgados

Figura 2.4: Ferramenta de consulta de processos sancionadores julgados.

**ATAS.** Trata-se da consulta de **atas** de reuniões do colegiado da CVM<sup>5</sup>. A ferramenta permite realizar consultas tanto das decisões tomadas quanto das atas de reuniões que contêm todas as decisões. As decisões podem ser referentes a apreciação de propostas de TCs, mas também de outras decisões relativas a PAS ou mesmo outros processos administrativos sem caráter sancionador. No presente estudo, foram consideradas somente decisões de apreciação de termos de compromisso.

<sup>5</sup><http://www.cvm.gov.br/decisoaes/index.html>. Último acesso em 17/05/2020.

Decisão  Ata

Data/Período:  a

1607 resultados encontrados  
 (0.032 segundos)

Ordenar por:

Itens por página:

**Filtrar resultados:**

Regulação (365)

Ordinária (891)

Extraordinária (344)

**Período:**

---

**ATA DA REUNIÃO DO COLEGIADO DE REGULAÇÃO Nº 07 DE 11.03.2020**

Data: 11/03/2020  
Tipo: Regulação

---

**ATA DA REUNIÃO DO COLEGIADO Nº 08 DE 10.03.2020**

Data: 10/03/2020  
Tipo: Ordinária

---

**ATA DA REUNIÃO DO COLEGIADO DE REGULAÇÃO Nº 06 DE 04.03.2020**

Data: 04/03/2020  
Tipo: Regulação

---

**ATA DA REUNIÃO DO COLEGIADO Nº 07 DE 03.03.2020**

Data: 03/03/2020  
Tipo: Ordinária

Figura 2.5: Ferramenta de consulta de atas de reuniões do colegiado.

### 2.1.2 Acesso e consolidação

O acesso aos dados de PAS foi realizado através da construção de ferramentas de raspagem de dados, considerando as quatro fontes descritas na subseção anterior.

O trabalho foi realizado em três passos. O ponto de partida foi a ferramenta de consulta PAS, que contém a lista de todos os processos de interesse da pesquisa. Em seguida, foram obtidos, também através de ferramentas de raspagem, todos os dados de TCC, PSJ e ATAS. Finalmente, as informações dos quatro sistemas foram cruzadas, com o fim de obter todas as informações disponíveis para cada processo.

Para o primeiro passo, infelizmente a consulta processual não permite a pesquisa por termos vazios, o que dificultou a listagem completa de processos. Além disso, quando uma consulta ultrapassa mais de mil registros, a ferramenta de pesquisa trunca os resultados. Para superar essa barreira, foi considerada a seguinte partição de possíveis termos de pesquisa: “a a”, “a b”, “a c”, ..., “a z”, “b a”, “b b”, ..., “b z”, ..., “z a”, “z b”, ..., “z z”. Com essa partição, garantimos que todos os processos fossem contemplados, e ainda que cada pesquisa contenha menos de mil resultados na busca.

Para o segundo passo, foram baixados não só os dados semiestruturados em HTML, como também todas as decisões contendo o inteiro teor ou do termo de compromisso celebrado. Os dados foram armazenados em disco para facilitar a coleta manual de dados, realizada pelos pesquisadores da ABJ.

O terceiro passo foi o mais complexo da etapa de listagem, por dois motivos.

Primeiro, os números identificadores dos processos sofreram uma alteração no ano de 2016 para o formato do Sistema Eletrônico de Informações (SEI), o que dificultou a associação entre os PAS de cada fonte de dados. Para resolver esse problema, as diferentes fontes de dados foram associadas usando todos os possíveis formatos de numeração, sendo necessário ainda arrumar a formatação da numeração antiga, que pode divergir em cada fonte de dados.

Além do problema da multiplicidade de numerações, no caso das ATAS, o número do processo não aparece em metadados dos processos. Para resolver esse problema, foi necessário buscar os números no inteiro teor da decisão para associá-los aos números disponíveis no PAS. Para a busca, foram consideradas somente decisões de apreciação de termos de compromisso.

Para superar ambos os problemas, foram utilizados fluxos de classificação semiautomáticos, a partir de técnicas de mineração de texto aplicadas aos documentos dos processos. A classificação a partir de técnicas de mineração de texto segue o fluxo de trabalho descrito abaixo.

1. Determinar todas as variáveis que queremos extrair das bases (ex. ano de distribuição; ementa; desfecho).

2. Para cada variável:

- 2.1. Realizar a leitura (manual) de uma amostra de processos, sem necessariamente seguir um procedimento amostral adequado, anotando algumas regras lógicas capazes de extrair a variável de forma automática.

- 2.2. Aplicar a regra lógica aos dados.

2.3. Verificar quantos casos são extraídos pela regra lógica.

2.4. Voltar ao passo 2.1 somente com a base de dados de casos não testados, com o objetivo de buscar de novas informações, até que a abrangência do conjunto de regras lógicas definidas seja satisfatória.

3. Verificar a qualidade das classificações a partir da leitura de uma amostra de processos já classificados. Se encontrar problemas, voltar ao passo 2.1 com a base completa. Caso contrário, passar para a próxima variável.

4. Verificar se a classificação de uma variável modifica de forma incorreta a classificação de outras variáveis. Se sim, voltar ao passo 2 com essas novas informações. Caso contrário, continuar.

5. Verificar diversos tipos de inconsistências da base, como ordem de datas, confronto com dados conhecidos etc. Caso o resultado não seja satisfatório, voltar ao passo 2. Caso contrário, finalizar.

O fluxo de classificação foi esquematizado na Figura [2.6](#). Note que o fluxo envolve várias fases de leitura manual dos processos. Os códigos gerados usando esse fluxo são reprodutíveis, mas não necessariamente replicáveis. Isso significa que o mesmo algoritmo pode não ser eficaz para bases de dados referentes a escopos distintos. Por exemplo, o mesmo conjunto de regras para provavelmente precisaria ser aprimorado no momento de atualizar a base de dados.

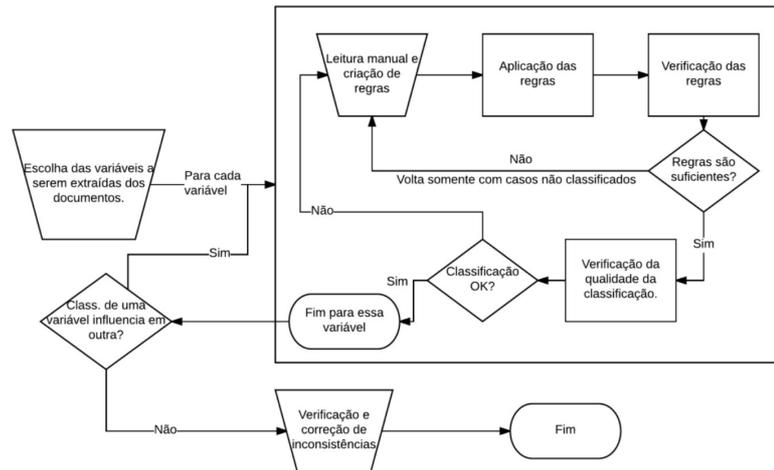


Figura 2.6: Fluxo de classificação dos documentos simplificado.

### 2.1.3 Filtros de escopo

Por se tratar de um estudo retrospectivo, só foram considerados na base os PAS com algum PSJ ou TCC. Isso significa que foram retirados da base os casos em que não houve decisões nem termos de compromisso celebrados.

A Tabela 2.1 mostra as quantidades de processos para cada combinação de existência de TCC e PSJ. Do total de 1746 casos identificados, 492 (28%) foram excluídos por ainda estarem ativos.

Tabela 2.1: Quantidade e proporção de processos por categoria.

Categoria	N	%
Tem TCC e PSJ	62	3.5%
Tem PSJ e não tem TCC	1010	57.4%
Tem TCC e não tem PSJ	287	16.3%
Não tem TCC nem PSJ	402	22.8%

Todos os processos ainda passaram por inspeção manual para verificação do escopo e das características dos processos durante a inspeção manual. No final da coleta, foram considerados na análise 1433 casos. A coleta dos dados é o tema que descrevemos a seguir.

## 2.2 Coleta

A coleta de dados envolve a leitura dos documentos de todos os processos resultantes da aplicação dos filtros de escopo e o preenchimento de fichas de

classificação. Para isso, adotou-se uma metodologia em três passos: pré-teste, classificação e diagnóstico.

No pré-teste, foram analisados 30 casos no total, sendo cada processo analisado por três pesquisadores distintos. O objetivo do pré-teste foi compreender questões com problemas de interpretabilidade ou alto grau de subjetividade e antecipar possíveis problemas do questionário. A partir do pré-teste, diversos aprimoramentos foram realizados no formulário de classificação final, como a fixação das categorias de uma série de variáveis que estavam com resposta aberta. O estudo Prado, Silva, and Santos (2019) foi utilizado como base para definição das categorias. Além disso, foi possível antecipar que alguns marcos temporais de interesse normalmente não estão presentes nos documentos dos processos. O pré-teste foi finalizado em dezembro de 2019.

Durante a etapa de classificação, cada pesquisador recebeu um conjunto de processos para analisar e uma pasta contendo todas as informações baixadas das fontes de dados mencionadas. Dessa forma, os pesquisadores não precisaram procurar os processos nas ferramentas de consulta da CVM, o que acelerou o trabalho de classificação manual. Esta etapa foi realizada entre janeiro e março de 2020.

O formulário de classificação aplicado utilizou tecnologia Google Forms, pela sua facilidade com a integração com as ferramentas computacionais da ABJ. O formulário possui 40 campos, sendo uma parte preenchida automaticamente com metadados do processo (como número do processo e número identificador interno) e parte se desdobrava em vários campos (como os nomes dos participantes da votação). O formulário também envolve uma planilha Excel auxiliar, para inclusão de todas as informações das partes, incluindo decisões, multas, CNPJ das pessoas jurídicas e forma de participação. A planilha possui controle de entrada de informações, com categorias bem definidas para cada campo sempre que possível, com o objetivo de evitar inconsistências na análise dos dados.

Durante a etapa de diagnóstico, os estatísticos da equipe extraíram a base de dados construída pelos pesquisadores em Direito, buscando inconsistências na classificação. Foi constatado que i) em alguns casos, não foi possível encontrar a decisão do colegiado sobre a apreciação do termo de compromisso, mesmo que tal decisão fosse mencionada no PSJ e ii) alguns casos estavam ativos para algumas partes, mas encerrados para outras.

### *2.2.1 Atualização*

Em 2022, foi iniciado um trabalho de atualização dos dados da CVM. Foram analisados mais 200 casos, que tiveram decisão ou termo de compromisso assinados até maio de 2022. A classificação manual desses casos foi realizada entre julho e dezembro de 2022.

## **2.3 Análise**

O fluxo de obtenção, arrumação e análise de dados segue o ciclo da ciência de dados, descrito na Figura 2.7. O ciclo divide o processo de aprendizado analítico em seis etapas, descritas a seguir.

Primeiro, o formulário de classificação e as mais de mil planilhas de partes auxiliares são extraídas dos questionários. Em seguida, os dados são arrumados, para mitigar problemas de padronização, obtenção das variáveis de interesse e exclusão de casos que estão fora do escopo de análise, produzindo o que se define como base de dados analítica. A base analítica foi então transformada para produzir as tabelas e gráficos e, quando necessário, são utilizadas como insumo para o ajuste de modelos estatísticos. Finalmente, os resultados obtidos foram comunicados através do presente relatório e de um *dashboard* interativo, disponível no site do Observatório do Mercado de Capitais.

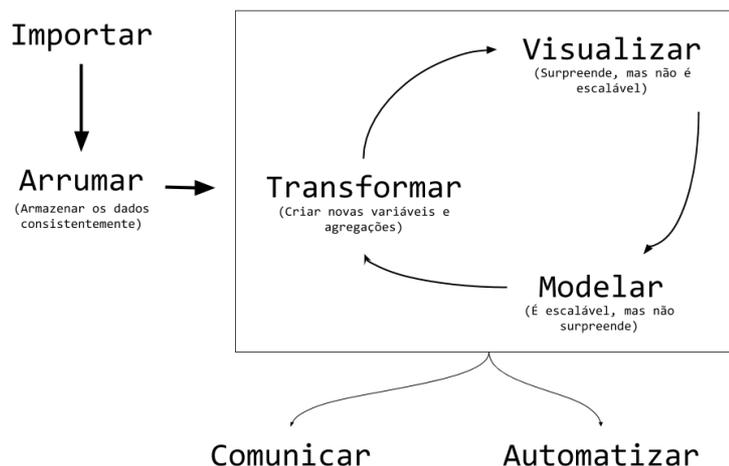


Figura 2.7: Ciclo da ciência de dados. Fonte: [Curso-R](#), adaptado do livro [R for Data Science](#).

O estudo envolveu majoritariamente análises descritivas, como tabelas e gráficos. O propósito das visualizações é verificar as principais perguntas da pesquisa e trazer sumários úteis para a discussão sobre os PAS.

Para responder algumas perguntas específicas, foi necessário utilizar modelos estatísticos de regressão. Os modelos foram utilizados para verificar as variáveis mais importantes para prever o desfecho dos processos quando há PSJ, principalmente para a absolvição. Para isso, foram ajustados três modelos distintos: regressão logística ([McCullagh 2018](#)), regressão logística com regularização lasso ([Tibshirani 1996](#)) e florestas aleatórias ([Breiman 2001](#)). As bases foram separadas em *treino* e *teste*, sendo a primeira para ajuste do modelo e a segunda para verificar a acurácia. O modelo escolhido como final foi aquele com maior acurácia, sendo então utilizado para interpretação dos resultados.

Todas as análises foram realizadas utilizando-se o *software* estatístico R, na versão 4.2.2. Os códigos que levam a base de dados analítica para os resultados da pesquisa são reprodutíveis, podendo ser utilizados em projetos futuros de atualização da base.

### **3 Resultados**

Na metodologia, foram apresentados detalhes sobre captura e classificação dos processos. Neste capítulo, foram incluídos os resultados finais, de acordo com as questões norteadoras da pesquisa. O capítulo foi organizado em duas seções. A primeira apresenta detalhes sobre a base de dados de análise. A segunda descreve os resultados obtidos e suas interpretações.

#### **3.1 Base de dados**

A base final foi construída a partir da classificação manual, realizada por pesquisadores da ABJ. Após a coleta, os dados passaram por diversos procedimentos de detecção de inconsistências, como datas incoerentes e informações conflitantes. Além disso, os dados foram utilizados para realizar os últimos filtros de escopo do estudo, referentes aos casos ainda ativos.

A base de dados foi organizada em apenas uma unidade observacional: partes, repetindo as informações que variam conforme processos. Isso foi feito para obter resultados mais completos, já que, por um lado, o interesse da pesquisa é entender o funcionamento dos processos e, por outro, existe interesse em conhecer qual foi o comportamento típico das partes envolvidas.

A base foi organizada de forma a separar dados faltantes de dados não aplicáveis. Por exemplo, nos casos em que houve celebração de termo de compromisso e não houve julgamento, as informações sobre julgamento não são aplicáveis.

A Tabela [3.1](#) contém as principais variáveis analisadas no nível de processo. Na tabela, mostramos somente a coluna principal dos casos em que existem informações repetidas, como datas de proposta ao comitê de termos de compromisso ou instruções da CVM citadas.

Tabela 3.1: Informações que variam por processo.

<b>nome</b>	<b>descrição</b>
n_interno_abj	Número interno (id) da ABJ para identificar o caso
n_interno_cvm	Número interno (id) da CVM para identificar o PAS
reperc_publica	Se o caso teve repercussão pública
primeira_data	Primeira data do fato que aparece como motivação do caso
ultima_data	Última data do fato que aparece como motivação do caso (intervalo de tempo)
manif_anterior	Se houve manifestação da parte antes de começar o processo (junto com a superintendência)
data_manif	Caso aplicável, data em que houve manifestação da parte antes de começar o processo
data_termo_acusacao	Data do termo de acusação
houve_tc	Se houve proposta de Termo de Compromisso (celebrado ou não)
data_proposta1	Datas em que o Termo de Compromisso foi apresentado (variáveis de 1 a 5)
data_conc_procurad	Data de conclusão do parecer da procuradoria
result_par_procurad	Resultado do parecer da procuradoria ("Sim" = favorável)
inst_fund_acusacao_1	Fundamentação jurídica utilizada para a acusação (variáveis de 1 a 9)
motivo_fund_acusacao_1	O que motivou a utilização da fundamentação legal (variáveis de 1 a 9)
data_result_tc	Data do resultado do Termo de Compromisso
result_par_tc	Se o comitê foi favorável ou não ao termo de compromisso
result_tc	Resultado do termo de compromisso
unanime_tc	Votação dos diretores para o Termo de Compromisso: Unânime SEM declaração de voto / Unânime COM declaração de voto / Maioria
motivo_voto_tc	Motivação do voto no termo de compromisso
preju_invest_criterio	Forma em que foi avaliado o prejuízo dos investidores
voto_tc_1	Votação do participante 1 referente ao termo de compromisso (variáveis de 1 a 5)
id_diretor_cvm_tc_1	Nome dos diretores da CVM participantes (variáveis de 1 a 5)
houve_psj	Se já houve algum julgamento
relator_psj	Nome do relator no PSJ
data_sorteio_relator	Data de sorteio do relator
data_redist_1	Datas de redistribuição do PSJ (variáveis de 1 a 3)
id_diretor_cvm_psj_1	Nomes dos participantes da votação (variáveis de 1 a 5)
unanime_psj	Votação dos diretores para o Julgamento: Unânime SEM declaração de voto / Unânime COM declaração de voto / Maioria
voto_psj_1	Votação dos participantes no Julgamento (variáveis de 1 a 5)
criterios_pena	Critério utilizado para estipular a pena
houve_defesa	Se houve apresentação de defesa
data_defesa	Caso aplicável, data em que houve a apresentação de defesa
inst_fund_def_1	Caso aplicável, a fundamentação legal para a defesa
data_parecer_dec_procuradoria	Caso aplicável, data do parecer da procuradoria no julgamento
agravantes	Agravantes mencionados na decisão
atenuantes	Atenuantes mencionados na decisão
obs	Observações
docs	Documentos disponíveis

No nível de partes, cada linha é uma parte em um processo. Após o processo de coleta e arrumação de dados, a tabela ficou com 7519.

A Tabela [3.2](#) contém as principais variáveis analisadas no nível de parte. A tabela foi organizada de forma a separar dados faltantes de dados não aplicáveis. Por

exemplo, nos casos em que houve celebração de termo de compromisso e não houve julgamento, as informações sobre julgamento não são aplicáveis.

Tabela 3.2: Informações que variam por parte no processo.

nome	descrição
n_interno_abj	Número interno (id) da ABJ para identificar o caso
acusado_s	Nome da parte acusada
situacao	Situação do processo em relação à parte no momento da coleta dos dados
data	Data de atualização da situação
pfpj	Pessoa Física ou Jurídica
cnpj	CNPJ da parte
na_qualidade_de	Tipo de participação
relacao_empresa_fato	Relação da empresa com a parte
teve_julgamento	Se houve julgamento
desfecho	Desfecho do julgamento
multa_em_conjunto	Se houve multa em conjunto
vl_multa	Valor da multa
multa_fixa	Se houve multa fixa
prazo	Prazo para desfecho
reincidente	Se reincidente ou não
apresentou_tc	Se apresentou Termo de Compromisso
desfecho_tc	Desfecho do Termo de Compromisso (Celebrado / Desistiu / Rejeitado)
tipo_obrigacao	Tipo de obrigação (Obrigação de fazer / Obrigação pecuniária)
tem_periodo_tempo	Se tem ou não período de tempo para a obrigação
qual_obrigacao_fazer	Especifica qual obrigação
obrigacao_pecuniaria_conjunta	Em caso de obrigação pecuniária, se é conjunta ou não
vl_obrigacao_pecuniaria	Valor da obrigação
vl_proposta_inicial	Valor da proposta inicial
houve_contraproposta_comite	Se houve contraproposta do comitê
vl_ultima_proposta_comite	Valor da última proposta da comitê
vl_ultima_proposta_parte	Valor da última proposta da parte

### 3.1.1 Lacunas da base

Mesmo com a leitura manual dos documentos do processo, algumas informações estão indisponíveis. Quando uma variável possui muitos dados faltantes, as análises sobre essa variável devem ser interpretadas com cautela.

No geral, o maior problema de lacunas da base está nas datas. Por exemplo, a data em que o termo de compromisso foi apresentado foi encontrada em apenas 28,4% dos casos, o que dificulta as análises de tempos envolvendo essas variáveis. Na subseção 3.2.5, as quantidades de casos disponíveis foram explicitadas em todos os intervalos de tempo considerados.

## 3.2 Análises

A base PAS possui 732 casos com proposta de termo de compromisso, dos quais 425 foram celebrados ao menos parcialmente, além de 1097 decisões. Em 89

casos, um subconjunto dos envolvidos celebraram termos de compromisso e outro subconjunto acabou sendo julgado.

A base PAS contém julgamentos entre 25/01/2000 e 23/03/2021. A Figura 3.1 mostra o volume de decisões ao longo dos anos. É possível notar que existem dois picos de julgamentos, em 2006 e 2010.

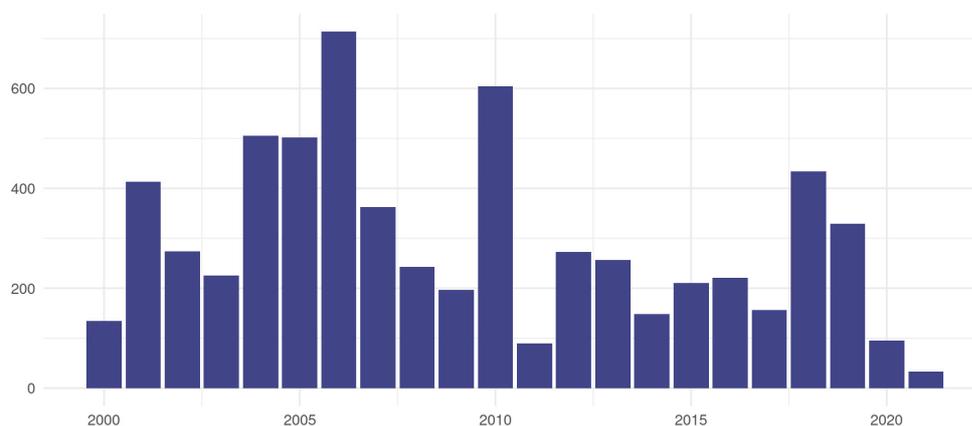


Figura 3.1: Volume de decisões por ano.

### 3.2.1 Temas discutidos

A primeira questão norteadora refere-se aos temas dos processos sancionadores. Nesta subseção, exploramos as instruções da CVM e artigos mais citados nas acusações, assim como as motivações que implicaram em possíveis sanções e argumentos da defesa.

Um PAS pode ser classificado de três formas distintas: tema, conduta e ato. A classificação do tema diz respeito ao assunto do processo, e está relacionado com áreas do universo empresarial, como problemas societários, auditoria, ilícitos de mercado e oferta pública de ações. Já a classificação através da conduta está relacionada ao que a parte foi acusada no processo, como a infração de um artigo específico de uma instrução da CVM. Finalmente, o ato é o que de fato foi feito no caso concreto que gerou a falha na conduta, como a venda irregular de ações em um período de tempo específico.

Para fins de simplificação, pode-se definir que a classificação do tema do processo é uma abstração da conduta, que por sua vez é uma abstração do ato. Dessa forma, para analisar todas essas classificações bastaria tabular o ato de cada processo, relacionar cada ato a uma conduta e cada conduta a um tema.

No entanto, tabular todos os atos dos processos é uma tarefa inexecutável. Isso ocorre porque os fatos concretos raramente se repetem, já que envolvem um contexto muito específico no qual o ato foi realizado.

Por isso, a classificação dos processos no presente projeto foi realizada a partir da conduta. Em seguida, mostramos os passos realizados para obtenção da taxonomia de conduta.

A conduta foi classificada em dois passos. O primeiro passo envolveu a classificação a partir de uma lista de 24 **motivos** de acusação. A lista foi inicialmente baseada em Prado, Silva, and Santos (2019) e posteriormente complementada com base na leitura dos casos concretos.

O segundo passo envolveu a classificação do instrumento normativo relacionado a esse motivo de acusação. Por exemplo, a não prestação de informações atualizadas pode ser uma conduta muito genérica. No entanto, conjuntamente com uma instrução da CVM específica e seus artigos/incisos, a conduta passa a ser específica o suficiente.

A identificação do instrumento normativo buscou extrair o dispositivo com o máximo de granularidade que os dados permitiam. Em alguns casos, no entanto, não foi possível obter o detalhamento desejado, pois a informação estava incompleta na própria descrição do processo no site da CVM. É o caso do art. 176 da Lei 6.404/1976, por exemplo, que trata de falhas em escrituração contábil, livros sociais e demonstrações financeiras. Quando o caso envolvia esse dispositivo, o resumo do processo não especificou o inciso ou parágrafo do artigo que seria base da acusação.

A análise de todos os instrumentos normativos e a conduta associada, no entanto, também é inexecutável. Por esse motivo, classificamos somente as instruções mais frequentes, para assim obter uma taxonomia empírica. Os instrumentos normativos também precisaram ser trabalhados para lidar com revogações, especialmente das Instruções da CVM.<sup>6</sup>

No final, ficamos com 53 combinações de motivos e instrumentos normativos. O critério utilizado para escolher as combinações foi considerar o menor valor de corte de forma a contemplar pelo menos 50% dos casos estudados. As combinações foram analisadas individualmente para a construção das variáveis conduta e tema.

Com base na classificação dos temas relacionados às condutas mais frequentes, notamos que a classificação dos 24 motivos supracitados seria suficiente para determinação dos temas. Com alguns ajustes e adaptações, foi possível obter o tema discutido para todos os casos, e não apenas os 50% que possuem classificação da conduta.

Em nossa análise, consideramos que um PAS pode ter até dez condutas distintas. Por isso, nas análises que seguem, a unidade amostral é processo-conduta, e não processo, implicando que os percentuais somam mais de 100%.

No final, após considerar todas as motivações de acusação e instrumentos normativos, chegamos a uma taxonomia com 36 condutas, inseridas na Tabela 3.3, na ordem de frequência dos processos. Pode-se observar que a conduta mais frequente é o descumprimento do dever de diligência, relacionado ao art. 153 da Lei 6.404/1976. Destaca-se também a divulgação de informações periódicas, envolvendo o art. 16 da ICVM 202/1993, posteriormente revogada pela ICVM 408/2009.

---

<sup>6</sup>Agradecemos imensamente aos Drs. Pedro Brigagão, José Estevam Almeida Prado e Michel Btechs pelo valioso auxílio nessa análise.



<b>Conduta</b>	<b>Tema</b>	<b>Motivo</b>	<b>Dispositivo</b>	<b>N</b>	<b>%</b>
Descumprimento do dever de diligência	Societário	Descumprimento do dever de diligência	Lei 6404, 153	143	10.1%
Informações periódicas	Informacionais	Não prestação de informações atualizadas	ICVM 480/2009, 21 / ICVM 202/1993 (rev. ICVM 480/2009), 16	128	9.0%
Falhas nas demonstrações financeiras	Informacionais	Falhas em escrituração contábil, livros sociais e DFs	Lei 6404, 176	116	8.2%
Obrigação de divulgação de fato relevante	Informacionais	Problemas na divulgação de fato relevante	ICVM 358/2002, 3	92	6.5%
Dever de informar do administrador	Informacionais	Problemas na divulgação de fato relevante	Lei 6404, 157	91	6.4%
Assembleia geral ordinária	Societário	Ato societário irregular	Lei 6404, 132	88	6.2%
Atualização do registro de companhia	Informacionais	Não prestação de informações atualizadas	ICVM 202/1993 (rev. ICVM 480/2009), 13	79	5.6%
Dever de lealdade	Ilícitos de mercado	Uso de informação privilegiada (insider trading)	Lei 6404, 155	74	5.2%
Auditores independentes (obrigações CFC)	Auditoria	Descumprimento de normas/responsabilidades profissionais de auditoria	ICVM 308/1999, 20	65	4.6%
Exceção à imediata divulgação de fato relevante	Informacionais	Problemas na divulgação de fato relevante	ICVM 358/2002, 6	62	4.4%
Convocação de assembleia-geral	Societário	Ato societário irregular	Lei 6404, 142, IV	61	4.3%
Desvio de poder	Societário	Ato societário irregular	Lei 6404, 154	60	4.2%
Falhas em escrituração contábil	Informacionais	Falhas em escrituração contábil, livros sociais e DFs	Lei 6404, 177	56	3.9%
Prestação de informações eventuais	Informacionais	Não prestação de informações atualizadas	ICVM 202/1993 (rev. ICVM 480/2009), 17	55	3.9%
Abuso de poder	Ilícitos de mercado	Abuso do poder de controle e atuação em conflito de interesses por acionistas	Lei 6404, 117	51	3.6%
Insider trading (primário)	Ilícitos de mercado	Uso de informação privilegiada (insider trading)	ICVM 358/2002, 13	48	3.4%
Operação fraudulenta	Ilícitos de mercado	Operação fraudulenta	ICVM 8/1979, c	43	3.0%
Operação sem autorização da CVM	Ilícitos de mercado	Operação fraudulenta	Lei 6385, 16	42	3.0%
Responsabilidade do DRI	Informacionais	Não prestação de informações atualizadas	ICVM 202/1993 (rev. ICVM 480/2009), 6	36	2.5%
Oferta pública sem registro	Oferta pública	Oferta pública sem registro	Lei 6385, 19	32	2.3%
Condições artificiais de negócio	Ilícitos de mercado	Criação de condições artificiais de negócio	ICVM 8/1979, a	31	2.2%
Ato societário irregular	Societário	Ato societário irregular	Lei 6404, 133	28	2.0%
Registro na CVM para administração de carteiras	Ilícitos de mercado	Operação fraudulenta	ICVM 306/1999, 3	26	1.8%
Autorização da CVM para administração de carteiras	Ilícitos de mercado	Operação fraudulenta	Lei 6385, 23	25	1.8%
Falhas nas demonstrações					

<b>Conduta</b>	<b>Tema</b>	<b>Motivo</b>	<b>Dispositivo</b>	<b>N</b>	<b>%</b>
financeiras	Societário	Ato societário irregular	Lei 6404, 176	25	1.8%
Identificação e cadastro atualizado de clientes	Informacionais	Não prestação de informações atualizadas	ICVM 301/1999, 3	22	1.6%
Informações periódicas e eventuais	Informacionais	Não prestação de informações atualizadas	ICVM 480/2009, 13	22	1.6%
Descumprimento de normas/responsabilidades profissionais de auditoria	Auditoria	Descumprimento de normas/responsabilidades profissionais de auditoria	ICVM 308/1999, 25	20	1.4%
Prática não equitativa	Ilícitos de mercado	Operação fraudulenta	ICVM 8/1979, d	20	1.4%
Normas de conduta de administradores de carteiras	Societário	Descumprimento do dever de diligência	ICVM 306/1999, 14	20	1.4%
Abuso do direito de voto e conflito de interesses	Ilícitos de mercado	Abuso do poder de controle e atuação em conflito de interesses por acionistas	Lei 6404, 115	18	1.3%
Deveres do acionista controlador	Ilícitos de mercado	Abuso do poder de controle e atuação em conflito de interesses por acionistas	Lei 6404, 116	18	1.3%
Dever de lealdade	Informacionais	Problemas na divulgação de fato relevante	Lei 6404, 155	18	1.3%
Operação sem autorização da CVM	Oferta pública	Oferta pública sem registro	Lei 6385, 16	18	1.3%
Preenchimento do cadastro de cliente de corretoras	Informacionais	Não prestação de informações atualizadas	ICVM 220/1994, 5	17	1.2%
Dever de informar do administrador	Societário	Violação do dever pelos administradores	Lei 6404, 157	17	1.2%
Formulário de informações trimestrais – ITR	Informacionais	Não prestação de informações atualizadas	ICVM 480/2009, 29	16	1.1%
Obrigações do administrador do fundo de investimento	Societário	Violação do dever pelos administradores	ICVM 409/2004, 65	16	1.1%
Fiscalização da gestão dos diretores	Societário	Ato societário irregular	Lei 6404, 142, III	15	1.1%
Manipulação de preços	Ilícitos de mercado	Manipulação de preços	ICVM 8/1979, b	11	0.8%

Ao analisar os temas, encontramos o resultado da Tabela 3.4. O tema mais frequente nos processos analisados são problemas informacionais, enquanto o tema menos frequente são os relacionados a intermediação.



Tema	N	%
Informacionais	648	45.7%
Societário	596	42.0%
Ilícitos de mercado	576	40.6%
Auditoria	145	10.2%
Oferta pública	85	6.0%
Fundos	33	2.3%
Intermediação	27	1.9%

A Figura 3.2 contém as combinações mais frequentes de temas dentro de um mesmo processo. Ilícitos de mercado e problemas informacionais dominam a lista.

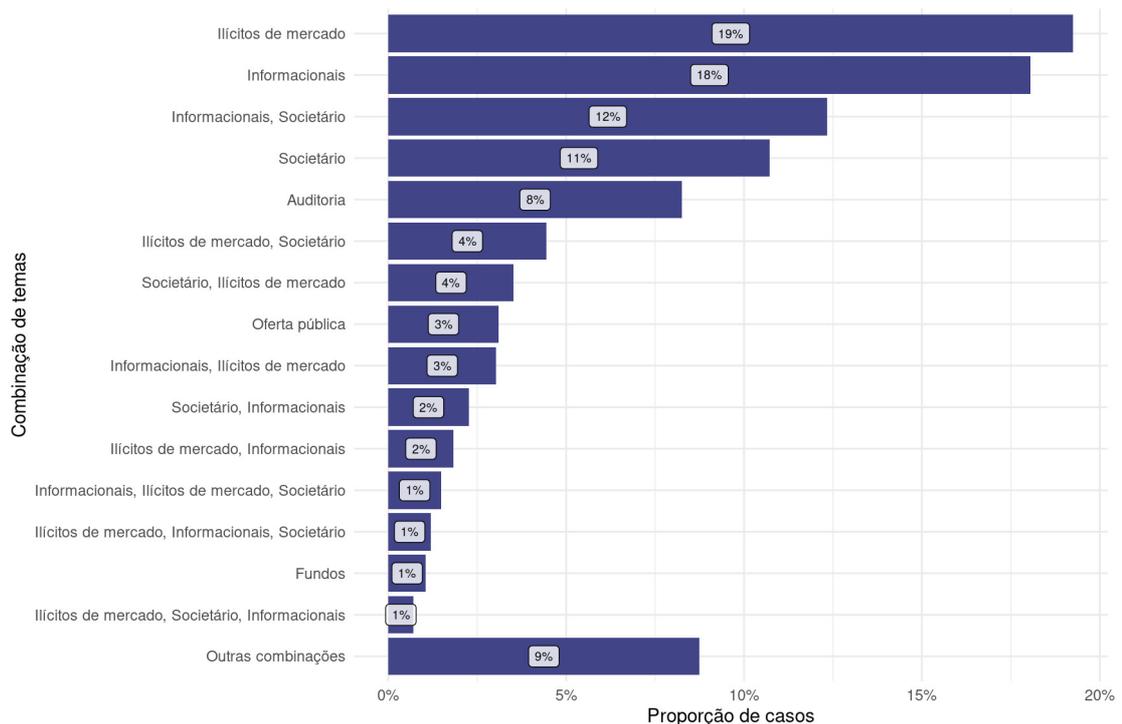


Figura 3.2: Combinações de temas mais frequentes nos processos analisados. Nesse caso, as proporções somam 100%.

Pela análise, foi possível observar que a conduta é uma variável com alta dispersão. Identificamos que 36 categorias concentram apenas 50% dos casos. Ao analisar individualmente cada dispositivo, é possível interpretar que alguns agrupamentos de condutas são possíveis, mas não a ponto de permitir cruzamentos com outras variáveis.

Por esse motivo, a variável tema foi priorizada para realizar cruzamentos com outras variáveis, como desfechos típicos, tempos e termos de compromisso. As análises

que seguem, portanto, consideram cruzamentos com outras variáveis utilizando a variável tema e o levantamento de condutas como análise independente.

### *3.2.2 Características das partes*

A seguir, analisamos o perfil das partes dos PAS. Algumas das características observadas são o segmento e porte de pessoas jurídicas, ou o cargo dentro das empresas, no caso de pessoas físicas. Além disso, analisou-se a relação entre tais características com aspectos específicos do PAS, como a existência ou não de um Termo de Compromisso e o desfecho do julgamento, quando aplicável.

De todas as partes analisadas, 79,2% eram pessoa física e 20,7% eram pessoa jurídica. Além disso, 46,0% dos casos analisados envolvem tanto pessoas físicas quanto jurídicas.

Com relação às empresas, a Tabela 3.5 mostra os CNPJs que apareceram em mais PAS. A empresa com mais casos atua com consultoria e auditoria contábil e tributária, seguida por uma empresa que atua com distribuição de títulos e valores mobiliários.<sup>7</sup>

---

<sup>7</sup>Essa análise não foi realizada com pessoas físicas para evitar erros por conta de homônimos e exposição das partes.

<b>CNPJ</b>	<b>Atividade</b>	<b>N</b>
****150100****	Distribuidoras de títulos e valores mobiliários	15
****521700****	Atividades de consultoria e auditoria contábil e tributária	14
****629400****	Bancos múltiplos com carteira comercial	10
****979000****	Corretoras de câmbio	10
****145700****	Outras atividades profissionais científicas e técnicas não especificadas anteriormente	8
****400700****	Corretoras de títulos e valores mobiliários	8
****806600****	Corretoras de títulos e valores mobiliários	8
****693600****	Atividades de consultoria e auditoria contábil e tributária	8
****088800****	Bancos múltiplos com carteira comercial	8
****684800****	Outras atividades auxiliares dos serviços financeiros não especificadas anteriormente	7

A base de CNPJs pode ser classificada de duas formas principais. A primeira é a partir da atividade da empresa, determinada a partir de sua classificação nacional de atividades econômicas (CNAE). A segunda é a partir do papel desempenhado segundo a CVM, a partir dos dados cadastrais das companhias.

Os dados cadastrais das companhias foram extraídos a partir do portal de dados abertos da CVM. No total, são 12 tipos de empresas, listados abaixo.

- Auditores
- Participantes intermediários
- Agentes autônomos
- Companhias incentivadas
- Companhias estrangeiras
- Companhias abertas
- Representantes de investidores não residentes
- Fundos de investimento
- Fundos estruturados
- Consultores de valores mobiliários
- Administradores de fundos de investimento imobiliário
- Administradores de carteira

Uma desvantagem da classificação das empresas pelo papel desempenhado é que nem todas as empresas envolvidas em um PAS precisam estar cadastradas na CVM. Por exemplo, o processo pode estar relacionado a problemas envolvendo os sócios de uma empresa, podendo ela estar ou não cadastrada na CVM. Outro

problema é que alguns PAS tratam justamente de problemas de registro, envolvendo empresas que atuaram irregularmente no mercado por não terem registro.

A lista de empresas envolvidas nos PAS foi obtida através da busca dos CNPJs nos autos ou da busca das empresas envolvidas em sites que agregam dados do site da Receita Federal do Brasil (RFB). No total, foram encontrados 1029 CNPJs distintos.

A partir dos CNPJs, foi possível obter a informação da atividade empresarial, através do CNAE, disponível na base de dados da RFB. O CNAE é dividido em 5 níveis, de mais geral a mais específico: seção, divisão, grupo, classe e subclasse.

Também a partir dos CNPJs, foi possível cruzar os dados com a base de dados da CVM. A base da CVM possui um total de 61.228 CNPJs distintos. Dos 1029 presentes na base dos PAS, 432 foram encontrados na base da CVM. Os 598 restantes foram estudados para verificar os motivos de não estarem presentes na base.

Com base na análise, foi constatado que:

- Empresas envolvidas em casos marcados pela Lei 6.404, ou pelas ICVM 08/1979, 220/1994, 358/2002 e 301/1999 podem de fato não fazer parte do cadastro da CVM.
- Empresas envolvidas em casos marcados pela Lei 6.385 ou pela ICVM 306/1999 não estão no cadastro por conta de problemas de registro.
- As demais empresas devem ser marcadas como (1), mas sendo necessário realizar revisão manual.

A base final dos 1029 CNPJs ficou com a classificação da Figura [3.3](#). É possível notar que uma parte considerável dos casos foi classificada como não relacionada ao caso, mas que isso foi feito de forma aproximada em somente de 2% dos casos. Quase um quarto dos CNPJs estão fora da base por estarem envolvidos em temas de problemas de registro. Dentre os CNPJs encontrados, o mais comum é o de administradores de carteira, que aparecem em mais de um quinto dos casos.

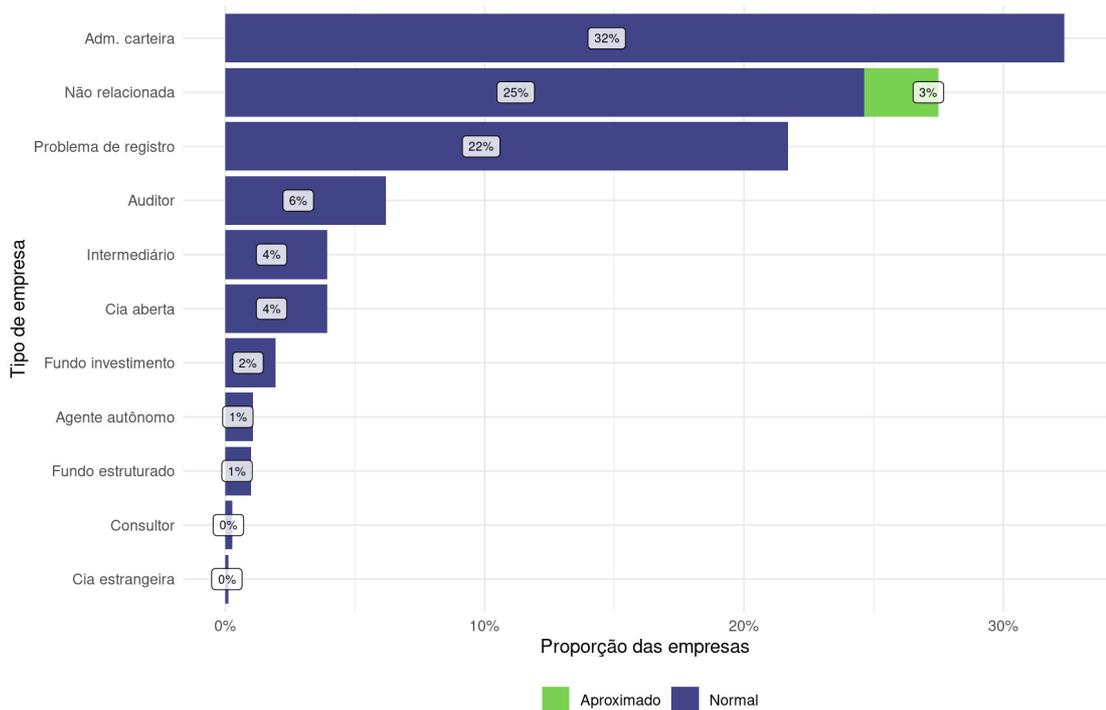


Figura 3.3: Classificação final do tipo de empresa.

Passando a análise para pessoas físicas, a Figura 3.7 mostra a quantidade de pessoas por forma de participação no processo. A forma de participação mais frequente é Diretor, o que é esperado, uma vez que a CVM apenas tem poderes para processar e julgar, em matéria societária, aqueles com cargo estatutário ou reconhecido pela lei societária.

Tabela 3.7: Formas de participação das partes PF.

Forma de participação	N	%
Diretor	2286	38,4%
Conselho	1194	20,0%
Outro	1025	17,2%
Sem informação	366	6,1%
Administrador	355	6,0%
Sócio responsável	288	4,8%
Acionista	279	4,7%
Operador	165	2,8%

Combinando características de pessoas físicas e jurídicas, chegamos à Tabela 3.8. A tabela considera todas as combinações de pessoas e tipos de empresa mais frequentes.<sup>8</sup>

<sup>8</sup>A tabela deve ser interpretada com cautela, pois, o fato de um caso envolver uma empresa de certo tipo e uma pessoa com determinada forma de participação não significa necessariamente que a pessoa atuava na empresa dessa forma.

Tabela 3.8: Combinações de formas de participação com tipos de empresas. Consideradas apenas as 5 combinações mais comuns.

Forma de participação	Tipo de empresa	N	%
Diretor	Adm. carteira	141	9,8%
Sócio responsável	Auditor	30	2,1%
Diretor	Intermediário	18	1,3%
Diretor	Cia aberta	10	0,7%
Operador	Auditor	10	0,7%

A Tabela 3.9 mostra um comparativo dos termos de compromisso de pessoas físicas e jurídicas. Pessoas físicas possuem proporção ligeiramente menor de casos com termos de compromisso celebrados do que pessoas jurídicas, quando comparadas as respectivas proporções que lhes são aplicáveis entre as propostas apresentadas e as que vieram a ser efetivamente celebradas. Para pessoas físicas, dos casos em que houve proposta de termo de compromisso, 49,6% foram celebrados, enquanto para empresas essa proporção foi de 54,7%.

Tabela 3.9: Termos de compromisso apresentados e celebrados.

Tipo	N	Termos de compromisso	Celebrados	%
PF	5958	1912	949	49,6%
PJ	1560	570	312	54,7%

A Tabela 3.10 mostra um comparativo dos desfechos nos casos em que houve julgamento. Pessoas físicas foram objeto de proporção consideravelmente maior de penalidades restritivas de direito (inabilitações, proibições temporárias ou suspensões) do que empresas – enquanto o total das condenações aplicadas às pessoas físicas foram representadas por 6,7% de penalidades restritivas de direito, o total das condenações aplicadas às pessoas jurídicas foram representadas por 1,7% de penalidades restritivas de direito. Em ambos os casos, de pessoas físicas e de pessoas jurídicas, a maioria dos desfechos culminou em absolvição, seguida, no caso das condenações, por penalidades de multas.

Tabela 3.10: Desfechos em casos em que houve julgamento por tipo de pessoa.

Desfecho	Pessoa Física	Pessoa Jurídica
Absolvição	2175 (46,3%)	538 (46,3%)
Multa	1920 (40,9%)	515 (44,3%)
Advertência	287 (6,1%)	90 (7,7%)
Inabilitação	228 (4,9%)	0 (0,0%)
Proibição	61 (1,3%)	6 (0,5%)
Suspensão	24 (0,5%)	14 (1,2%)

### 3.2.3 Desfecho dos julgamentos

Nesta subseção, analisamos os desfechos dos julgamentos e as condicionantes que influenciam nesses desfechos. Os desfechos típicos foram incluídos abaixo. Em seguida, cada grupo de desfechos foi explorado com maior nível de detalhe.

A Tabela [3.11](#) mostra a distribuição dos desfechos. Para elaborar a tabela, os desfechos foram ordenados por gravidade, na seguinte ordem: Multa, Proibição, Inabilitação, Suspensão, Advertência e Absolvição. Dessa forma, por exemplo, se em determinado processo ocorreu absolvição e multa, o desfecho foi considerado multa. O desfecho mais frequente é absolvição, seguido por multa.

Tabela 3.11: Distribuição dos desfechos ordenados por gravidade.

<b>Desfecho</b>	<b>N</b>	<b>%</b>
Multa	2435	41,6%
Proibição	67	1,1%
Inabilitação	228	3,9%
Suspensão	38	0,6%
Advertência	377	6,4%
Absolvição	2713	46,3%
Total	5858	100,0%

A Tabela [3.12](#) mostra a proporção dos resultados de acordo com o tema do processo. O tema mais associado com multas é a auditoria, enquanto o tema mais associado com absolvições é a oferta pública combinada com ilícitos de mercado e problemas societários.

Tabela 3.12: Desfechos segundo combinação de temas.

Tema	Absolvição	Advertência	Suspensão	Inabilitação	Multa	Proibição
Auditoria	11 (7,9%)	18 (12,9%)	16 (11,4%)	2 (1,4%)	93 (66,4%)	0 (0,0%)
Ilícitos de mercado	664 (53,8%)	47 (3,8%)	5 (0,4%)	37 (3,0%)	446 (36,1%)	35 (2,8%)
Ilícitos de mercado, Informacionais	78 (37,9%)	12 (5,8%)	0 (0,0%)	5 (2,4%)	103 (50,0%)	8 (3,9%)
Ilícitos de mercado, Informacionais, Intermediação, Societário	65 (51,6%)	3 (2,4%)	0 (0,0%)	3 (2,4%)	55 (43,7%)	0 (0,0%)
Ilícitos de mercado, Informacionais, Societário	279 (49,3%)	18 (3,2%)	1 (0,2%)	25 (4,4%)	238 (42,0%)	5 (0,9%)
Ilícitos de mercado, Oferta pública, Societário	88 (71,5%)	2 (1,6%)	0 (0,0%)	10 (8,1%)	23 (18,7%)	0 (0,0%)
Ilícitos de mercado, Societário	713 (60,9%)	43 (3,7%)	7 (0,6%)	80 (6,8%)	318 (27,2%)	10 (0,9%)
Informacionais	129 (38,6%)	39 (11,7%)	0 (0,0%)	12 (3,6%)	154 (46,1%)	0 (0,0%)
Informacionais, Societário	268 (31,4%)	44 (5,2%)	1 (0,1%)	14 (1,6%)	525 (61,5%)	1 (0,1%)
Oferta pública	42 (35,9%)	23 (19,7%)	1 (0,9%)	0 (0,0%)	50 (42,7%)	1 (0,9%)
Societário	208 (44,3%)	83 (17,7%)	1 (0,2%)	12 (2,6%)	165 (35,1%)	1 (0,2%)

A Tabela 3.13 mostra a proporção de desfechos por tipo de empresa segundo a classificação da CVM, considerando somente os tipos com 30 casos ou mais. É possível notar que as empresas com maior proporção de absolvições são as companhias abertas, enquanto que as mais multadas são as auditorias.

Tabela 3.13: Desfechos por ramo de atividade das empresas envolvidas.

Tipo de empresa	Absolvição	Advertência	Suspensão	Multa	Proibição
Adm. carteira	181 (52,5%)	33 (9,6%)	4 (1,2%)	127 (36,8%)	0 (0,0%)
Auditor	9 (13,6%)	6 (9,1%)	5 (7,6%)	46 (69,7%)	0 (0,0%)
Cia aberta	30 (69,8%)	3 (7,0%)	1 (2,3%)	9 (20,9%)	0 (0,0%)
Intermediário	15 (36,6%)	2 (4,9%)	0 (0,0%)	24 (58,5%)	0 (0,0%)
Não relacionada	130 (42,2%)	21 (6,8%)	4 (1,3%)	149 (48,4%)	4 (1,3%)
Problema de registro	127 (46,4%)	22 (8,0%)	0 (0,0%)	124 (45,3%)	1 (0,4%)

Com relação às pessoas físicas, a Tabela 3.14 mostra a proporção de desfechos por forma de participação. É possível notar que operadores do mercado possuem as maiores taxas de absolvição, enquanto que os acionistas são os mais multados.

Tabela 3.14: Desfechos por forma de participação de pessoas envolvidas.

Forma de participação	Absolvição	Advertência	Suspensão	Inabilitação	Proibição	Multa
Acionista	110 (46,0%)	7 (2,9%)	1 (0,4%)	8 (3,3%)	2 (0,8%)	111 (46,4%)
Administrador	122 (41,6%)	18 (6,1%)	0 (0,0%)	19 (6,5%)	8 (2,7%)	126 (43,0%)
Conselho	476 (47,2%)	89 (8,8%)	4 (0,4%)	45 (4,5%)	2 (0,2%)	393 (38,9%)
Diretor	807 (44,3%)	94 (5,2%)	7 (0,4%)	124 (6,8%)	5 (0,3%)	784 (43,1%)
Operador	81 (51,6%)	7 (4,5%)	6 (3,8%)	6 (3,8%)	2 (1,3%)	55 (35,0%)
Outro	449 (51,5%)	61 (7,0%)	4 (0,5%)	20 (2,3%)	25 (2,9%)	313 (35,9%)
Sem informação	20 (40,8%)	1 (2,0%)	0 (0,0%)	0 (0,0%)	2 (4,1%)	26 (53,1%)
Sócio responsável	110 (43,1%)	10 (3,9%)	2 (0,8%)	6 (2,4%)	15 (5,9%)	112 (43,9%)

### 3.2.3.1 Suspensão, inabilitação e proibição

A Figura 3.4 mostra a distribuição dos períodos aplicados por ocasião das condenações de suspensão, inabilitação e proibição. As marcas verticais indicam a mediana dos períodos dentro de cada desfecho. É possível verificar que Proibição está comparativamente associada a maiores prazos.

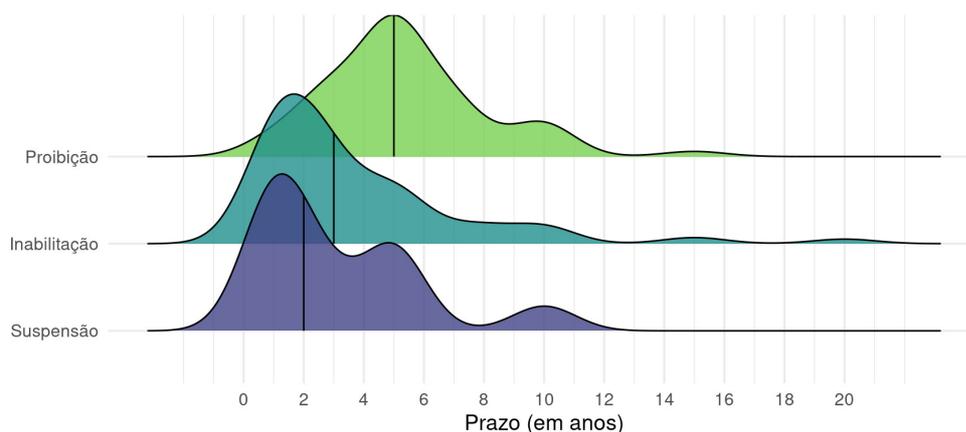


Figura 3.4: Distribuição dos prazos por tipo de desfecho, com as medianas de tempo destacadas nas marcas verticais

### 3.2.3.2 Absolvição/advertência

Com o intuito de verificar quais variáveis influenciam na probabilidade de absolvição ou advertência, ajustamos um modelo de regressão logística com regularização L1 na base, considerando como variável resposta a absolvição (sim ou não) e como variáveis explicativas a existência de termo de compromisso, existência de repercussão pública, existência de defesa, relatores do processo e motivos que fundamentaram a acusação.

Inicialmente, foram considerados três tipos de modelos: regressão logística, regressão logística com regularização e florestas aleatórias. Com a base dividida em 80% para treino e 20% para teste, observamos que, dentre as três opções, a regressão logística com regularização e a floresta aleatória obtiveram taxas de acurácia similares (74%). Além disso, a maior interpretabilidade do modelo também contribuiu para a escolha.

Apesar da baixa taxa de acurácia do modelo, seguimos para a interpretação dos parâmetros. A variável que mais contribui para a probabilidade de absolvição ou advertência é a Instrução CVM 400/2003, seguida pela proporção de pessoas jurídicas no processo e a existência ou não de defesa. Todas essas variáveis influenciaram positivamente para absolvição ou advertência. Quanto aos motivos que fundamentaram a acusação, casos em que houve descumprimento de normas/responsabilidades profissionais de auditoria apresentaram menor probabilidade de resultar em absolvição/advertência em comparação com casos em que esse motivo não foi apresentado.

O nome do relator teve pouco impacto no resultado da decisão. Esse resultado pode acontecer por conta do pequeno número de decisões por relator, ou ainda indicar que os julgadores tomam decisões de maneira uniforme.

### 3.2.3.3 Multa

A Figura [3.15](#) mostra a distribuição dos valores das multas aplicadas. As multas variam entre 997 reais e 438 milhões de reais.

Tabela 3.15: Distribuição dos valores de multa.

Multa	N	%
Até 10M	267	12,0%
Entre 10M e 100M	908	40,9%
Entre 100M e 1MM	877	39,5%
Entre 1MM e 10MM	134	6,0%
Mais de 10MM	33	1,5%
Total	2219	100,0%

Ao longo do tempo, vemos na figura 3.5 que o valor mediano da multa aumenta a partir de 2010, sendo que o ano com a maior mediana é 2020.

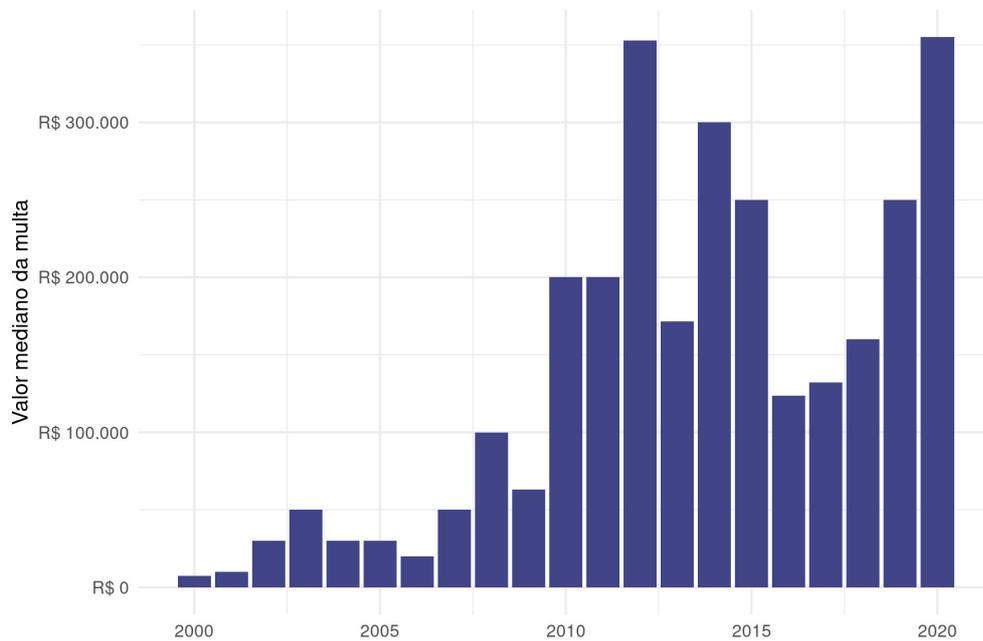


Figura 3.5: Mediana dos valores de multa por ano.

A Tabela 3.16 mostra a mediana do valor das multas segundo o critério utilizado para estipular a pena.

Tabela 3.16: Valor mediano das multas segundo critérios da pena. Quando um critério específico não foi encontrado, o caso foi marcado como 'Somente com base em previsão legal'.

<b>Crítérios</b>	<b>N</b>	<b>Valor mediano</b>
Somente com base em previsão legal	1847	R\$ 100.000,00
Com base na gravidade subjetiva do ato	295	R\$ 250.000,00
Com base nas provas dos autos	77	R\$ 30.000,00

A Tabela 3.17 mostra a mediana do valor das multas segundo o tema do processo. Os temas associados a maiores valores de multa são temas de Ilícitos de mercado combinado com Societário e de Societário e de Ilícitos de mercado combinado com problemas Informacionais. Já os temas com menor mediana de multa são temas de problemas Informacionais e temas de Auditoria.

Tabela 3.17: Valor mediano das multas segundo combinação de temas.

Tema	N	Valor mediano
Informacionais, Societário	498	R\$ 55.000,00
Ilícitos de mercado	407	R\$ 150.000,00
Ilícitos de mercado, Societário	275	R\$ 200.000,00
Ilícitos de mercado, Informacionais, Societário	226	R\$ 166.160,02
Societário	152	R\$ 200.000,00
Informacionais	137	R\$ 50.000,00
Ilícitos de mercado, Informacionais	91	R\$ 200.000,00
Auditoria	88	R\$ 50.000,00

A Tabela [3.18](#) mostra as medianas das multas condicionais à existência ou não de atenuantes. Os casos com atenuantes apresentam mediana de multas 25.00% abaixo da mediana geral.

Tabela 3.18: Valor mediano das multas de acordo com a existência de atenuantes.

Houve atenuante	N	Valor mediano
Não	1894	R\$ 100.000,00
Sim	325	R\$ 75.000,00

A Tabela [3.19](#) mostra as medianas, médias e percentis das multas para cada atenuante identificado. O atenuante que mais reduz o valor mediano da multa é Confissão do ilícito ou a prestação de informações relativas à sua materialidade, e ocorreu em 26 casos.

Tabela 3.19: Valores resumidos das multas de acordo com o atenuante.

Atenuante	N	Valor mediano	Valor médio	Percentil 0.25	Percentil 0.75
Adoção efetiva de mecanismos e procedimentos internos	19	R\$ 50.000,00	R\$ 113.315,79	R\$ 30.000,00	R\$ 120.000,00
Baixo impacto	15	R\$ 50.000,00	R\$ 71.184,38	R\$ 30.000,00	R\$ 90.000,00
Bons antecedentes do infrator	108	R\$ 100.000,00	R\$ 372.486,90	R\$ 50.000,00	R\$ 300.000,00
Confissão do ilícito ou a prestação de informações relativas à sua materialidade	26	R\$ 3.681,79	R\$ 68.718,45	R\$ 3.681,79	R\$ 3.681,79
Outros atenuantes	57	R\$ 75.000,00	R\$ 162.839,26	R\$ 10.000,00	R\$ 200.000,00
Primariedade dos acusados	17	R\$ 200.000,00	R\$ 238.799,84	R\$ 200.000,00	R\$ 322.490,00
Regularização da infração	19	R\$ 50.000,00	R\$ 133.157,89	R\$ 50.000,00	R\$ 150.000,00
Situação financeira	55	R\$ 50.000,00	R\$ 72.636,36	R\$ 20.000,00	R\$ 92.500,00

O gráfico [3.6](#) mostra a distribuição dos atenuantes ao longo do tempo. É possível observar que a proporção de decisões com atenuantes está aumentando desde 2015.

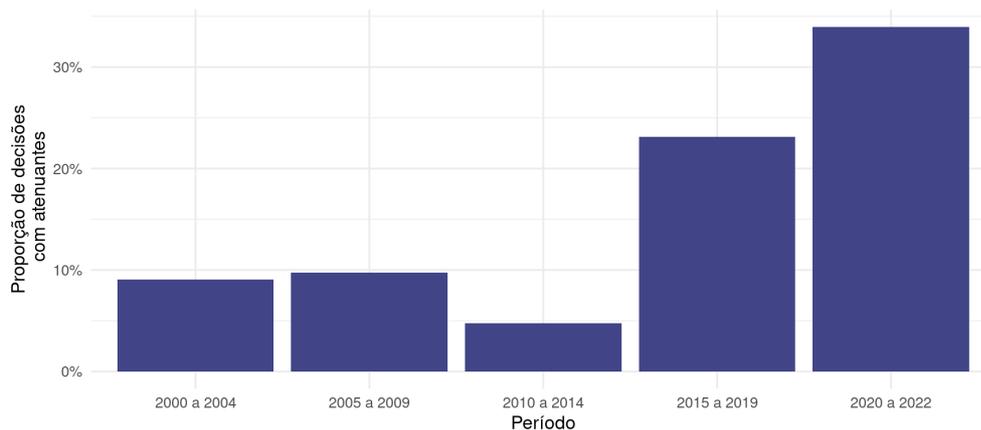


Figura 3.6: Presença de atenuantes ao longo do tempo

A Tabela 3.20 mostra as medianas das multas condicionais à existência ou não de agravantes. Como esperado, a mediana de multas de casos com agravantes é 70.00% maior que a mediana de multas geral.

Tabela 3.20: Valor mediano das multas de acordo com a existência de agravantes.

Houve agravante	N	Valor mediano
Não	1738	R\$ 100.000,00
Sim	481	R\$ 170.000,00

A Tabela 3.21 mostra as medianas das multas para cada agravante identificado. Apesar de pouco frequente, o agravante que mais aumenta o valor mediano da multa é Expressiva vantagem auferida ou pretendida pelo infrator.

Tabela 3.21: Valor mediano das multas de acordo com o agravante.

Agravante	N	Valor mediano
Não houve	183	R\$ 50.000,00
Prática sistemática ou reiterada da conduta irregular (reincidência)	67	R\$ 75.000,00
Outros agravantes	48	R\$ 67.500,00
Elevado prejuízo causado	9	R\$ 250.000,00
Violação de deveres fiduciários decorrentes do cargo, posição ou função que ocupa	7	R\$ 50.000,00
Expressiva vantagem auferida ou pretendida pelo infrator	6	R\$ 500.000,00

O gráfico 3.7 mostra a distribuição dos agravantes ao longo do tempo. Assim como observado nos atenuantes, a utilização de agravantes foi intensificada no período mais recente.

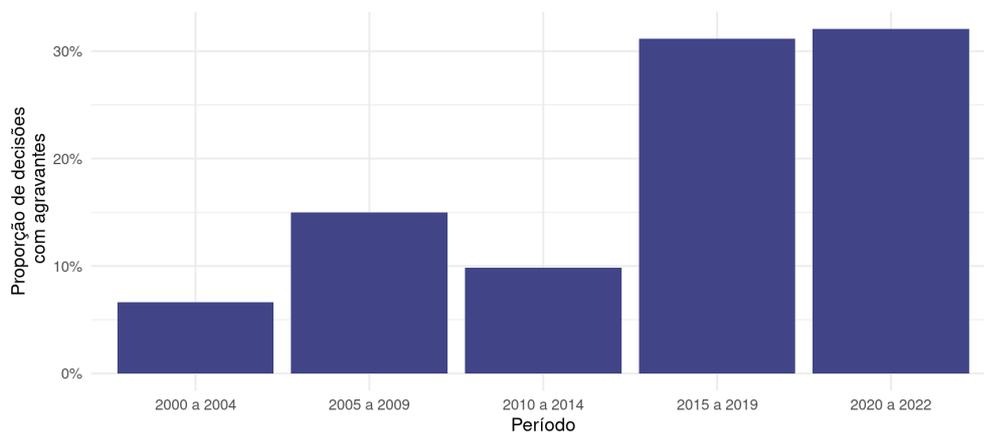


Figura 3.7: Presença de agravantes ao longo do tempo

### 3.2.4 Termos de Compromisso

Do total de processos, 425 tiveram algum termo de compromisso celebrado. Desses casos, 338 (79,5%) envolvem obrigação pecuniária, sendo que os demais envolvem obrigação de fazer.

A Tabela 3.22 mostra a proporção de TCC por tema, considerando os temas mais frequentes. Casos relacionados a problemas informacionais são os que apresentam maior proporção, enquanto os casos envolvendo ilícitos de mercado, combinados com problemas informacionais e societários têm proporção mais baixa.

Tabela 3.22: Proporção de termos de compromisso celebrados por tema do processo, para os temas mais frequentes.

Tema	N	% TCC
Sem informação	35	94,3%
Informacionais	327	80,4%
Ilícitos de mercado, Informacionais	130	60,8%
Oferta pública	78	60,3%
Informacionais, Societário	368	56,5%
Auditoria	114	54,4%
Ilícitos de mercado	443	49,0%
Societário	239	43,9%
Ilícitos de mercado, Societário	363	37,5%
Ilícitos de mercado, Informacionais, Societário	176	27,3%

Em seguida analisamos, dentro dos casos em que houve negociação da obrigação pecuniária, qual foi a razão entre a última proposta do Comitê de Termos de Compromisso (CTC) e o valor inicial oferecido. A ideia dessa análise é oferecer uma ideia de quais casos são mais propensos a terem TCC.

A Tabela 3.23 mostra um resumo dos processos que envolveram negociação da obrigação pecuniária em TC. O valor mediano indica a mediana do último valor disponível nos TC apresentados, enquanto a razão média é a média da razão entre o último valor disponível e o valor inicial oferecido pela parte. É possível observar que, apesar de o valor mediano dos casos serem similares, a razão entre o último valor e o valor inicial é mais que o dobro nos casos em que os TC são rejeitados, em comparação com a mesma quantidade nos casos em que os TC são celebrados. Isso indica que propostas com valores iniciais muito aquém do esperado pelo CTC têm menor probabilidade de serem exitosas do que propostas próximas do que é esperado pelo CTC.

Tabela 3.23: Tabela-resumo dos casos que envolveram negociação da obrigação pecuniária em TC.

<b>Desfecho</b>	<b>N</b>	<b>Valor mediano</b>	<b>Razão média</b>
Celebrado	147	210000	4,1
Rejeitado	32	200000	9,8

#### **3.2.4.1 Processos administrativos pré-sancionadores.**

Um termo de compromisso pode ser celebrado antes mesmo de o processo administrativo se tornar sancionador. Apesar desses casos não serem parte do escopo da pesquisa, ainda é interessante analisar os tempos desses processos.

À época da consulta dos TCCs, foram encontrados 48 casos que não se tornaram PAS. O tempo mediano entre o início do processo administrativo e a data de publicação do TCC é de 366 dias, menor do que o observado na base PAS analisada. Um estudo mais completo sobre esse assunto foi incluído [neste texto](#).

#### **3.2.5 Tempo dos processos**

Nesta subseção, analisamos os tempos totais e por fases dos processos administrativos sancionadores. Os tempos foram calculados com base nos principais eventos do PAS, como a abertura, a defesa, proposta/assinatura do termo de compromisso e julgamento. As análises foram separadas em processos que tiveram termo de compromisso celebrado e processos que foram para julgamento.

Para cada intervalo de tempo, foram considerados os casos com dados de tempo disponíveis; logo, a soma dos períodos não necessariamente resulta no tempo total de um processo.

A Figura 3.8 mostra a distribuição dos tempos entre a primeira data do fato e a data de autuação do processo. A data de autuação é a primeira data que aparece na consulta do PAS quando o processo é registrado no sistema da CVM. O tempo mediano foi de 3 anos e 5 meses.

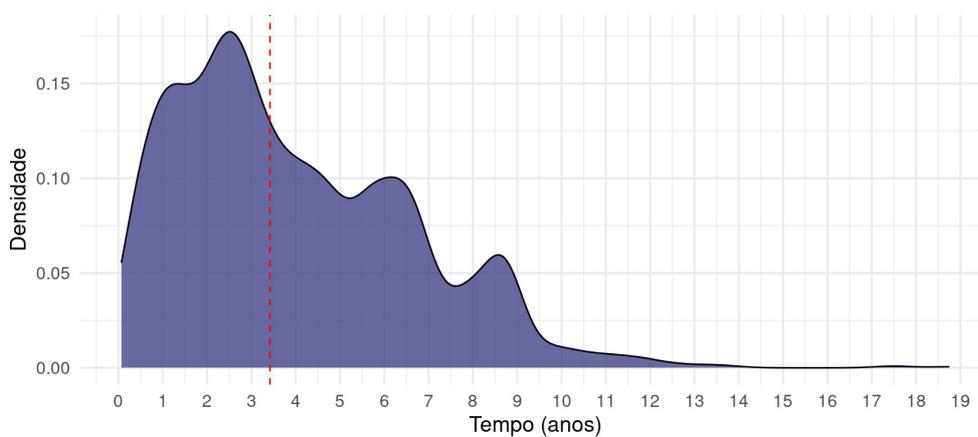


Figura 3.8: Distribuição dos tempos entre a primeira data do fato e a data de autuação do processo

A Figura 3.9 mostra os tempos medianos entre datas que antecedem a abertura e a data de abertura, e o tempo entre a data de abertura e a data do termo de acusação. Os números entre parênteses indicam a quantidade de casos disponíveis para calcular a mediana. O tempo mediano entre a abertura e o termo de acusação é de apenas 42 dias, indicando um trabalho eficiente da instituição.

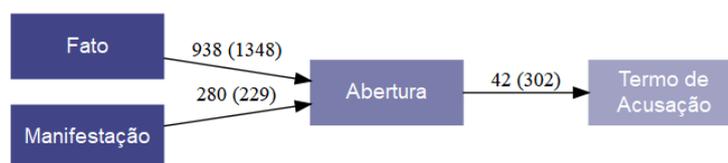


Figura 3.9: Tempos dos processos em datas relacionadas ao início do PAS.

### 3.2.5.1 Processos julgados

Considerando somente casos que foram a julgamento, o tempo mediano total dos processos entre a data de autuação e a data de decisão é de 2 anos. No entanto, o tempo pode variar bastante, dado que observamos casos com mais de 20 anos de duração.

Uma característica que influencia no tempo do processo é o número de partes. A Figura 3.10 mostra esse efeito de forma evidente. Enquanto processos envolvendo apenas uma parte levam cerca de 1 ano e 2 meses, processos com mais de 10 partes possuem tempo mediano de 3 anos e 5 meses.

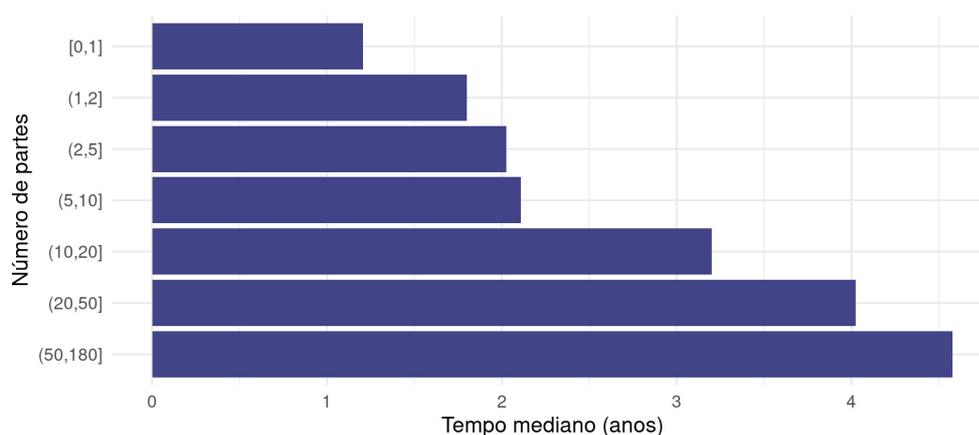


Figura 3.10: Tempos medianos de acordo com o número de partes no PAS.

Outro fato que pode atrasar o processo são negociações de termos de compromisso. Nos casos em que houve tentativa de celebrar termos de compromisso, mas foram infrutíferos, a mediana foi de 2 anos e 10 meses, significativamente maior que o tempo mediano considerando todas as decisões.

A Figura 3.11 mostra as medianas de todos os tempos mais relevantes dentro de um PAS que acaba em julgamento, desconsiderando a existência de eventuais TC. O tempo entre a data do parecer da procuradoria e a decisão é de 686 dias.

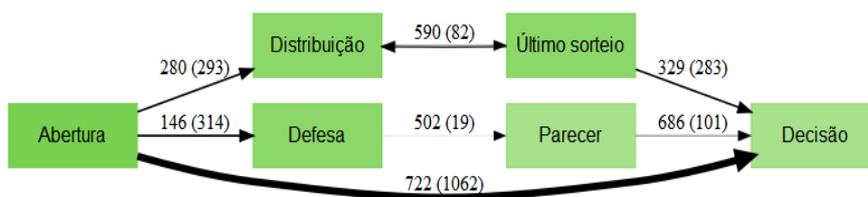


Figura 3.11: Tempos (em dias) envolvidos no PAS que acabam em julgamento.

### 3.2.5.2 Termos de compromisso

Nos casos em que houve termo de compromisso celebrado, o tempo mediano entre a data de autuação e a data de celebração do termo de compromisso foi de 1 ano e 3 meses. A Figura 3.12 mostra a distribuição dos tempos para esses casos.

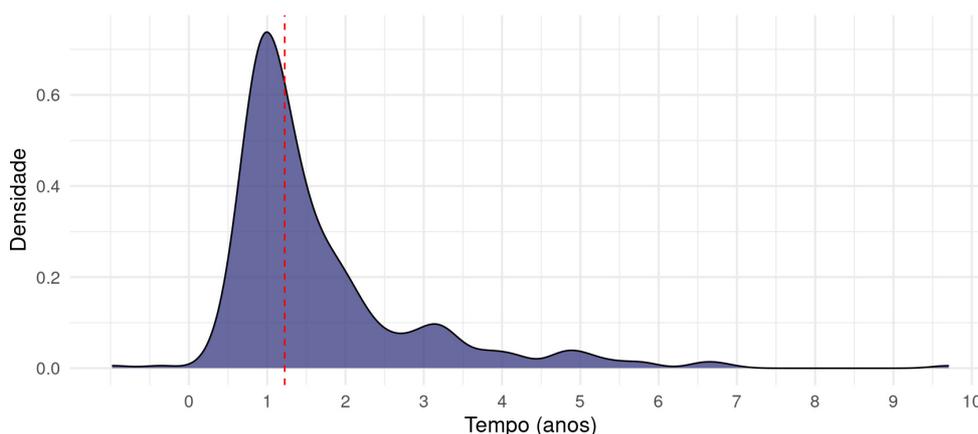


Figura 3.12: Distribuição dos tempos entre a autuação e a assinatura do termo de compromisso, nos casos em que houve TCC.

A Figura 3.13 mostra os tempos envolvendo termos de compromisso. Os tempos entre aprovação, assinatura e publicação são pequenos com relação aos demais. A mediana dos tempos entre a abertura do processo e a primeira proposta é de 207 dias.

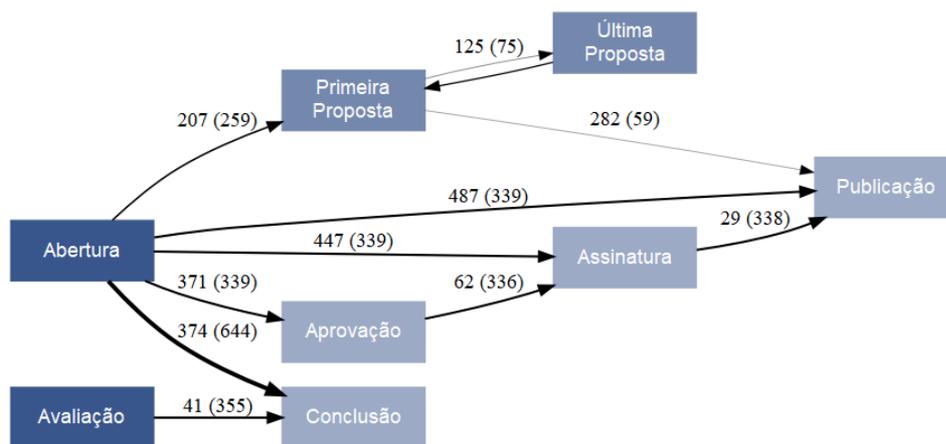


Figura 3.13: Tempos (em dias) envolvidos no PAS que envolvem propostas de termos de compromisso.

### 3.2.6 Temas com divergência

Esta subseção trata da unanimidade das decisões, assim como os principais temas que geram divergências nos votos. Também analisamos se houve alguma mudança no entendimento do Colegiado em relação a alguma instrução da CVM ao longo do tempo, o que poderia ser refletido em alterações nas proporções de absolvições relacionadas às instruções, por exemplo.

A Tabela 3.24 mostra a distribuição dos julgamentos (PSJ) de acordo com a unanimidade. Observamos que 53,8% são decisões unânimes sem declaração de voto, enquanto que apenas 11,5% dos casos foram decisões por maioria.

Tabela 3.24: Quantidade e proporção de decisões por unanimidade.

Unanimidade	N	%
Unânime SEM declaração de voto	590	53,8%
Unânime COM declaração de voto	381	34,7%
Majoria	126	11,5%
Total	1097	100,0%

A Tabela 3.25 mostra os temas com maior proporção de decisões por maioria. Podemos observar que ilícitos de mercado, em combinação com problemas informacionais geram alta divergência. Por outro lado, processos envolvendo auditoria apresentam uma proporção baixa de decisões por maioria.

Tabela 3.25: Temas que mais geram divergência.

Tema	N	% Maioria	% Decl. voto
Ilícitos de mercado, Informacionais	61	21,3%	36,1%
Ilícitos de mercado, Societário	100	17,0%	47,0%
Ilícitos de mercado, Informacionais, Societário	59	15,3%	25,4%
Outros	149	14,8%	21,5%
Ilícitos de mercado	220	11,4%	42,7%
Informacionais	133	9,8%	39,8%
Societário	123	8,9%	27,6%
Informacionais, Societário	169	8,3%	34,3%
Auditoria	83	2,4%	31,3%

A Figura 3.14 busca verificar se houve alteração ao longo do tempo na proporção de absolvições ou advertências para algum tema. Pelo gráfico, é possível identificar que a maioria dos temas apresentam tendência de queda na proporção de absolvições e advertências, com a exceção de casos envolvendo exclusivamente problemas informacionais.

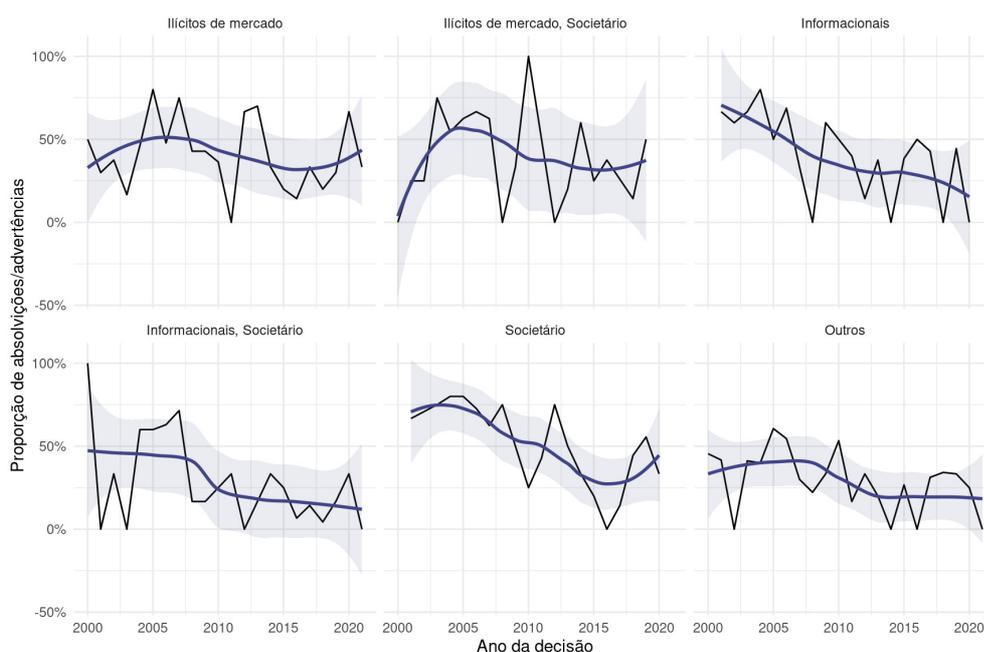


Figura 3.14: Proporção de absolvições/advertências ao longo do tempo para casos envolvendo os temas mais frequentes. As curvas contínuas são suavizações dos dados.

### 3.2.7 Análises especiais

#### 3.2.7.1 Impacto da ICVM 607/2019

No dia 18 de junho de 2019, a CVM editou a Instrução CVM nº 607/2019 (ICVM 607), consolidando diversas tendências que vinham se acumulando nos anos

anteriores sobre o processo administrativo sancionador da autarquia.

Essa norma previu, pela primeira vez, as categorias de atenuantes (art. 66) e agravantes (art. 65) das penas. Antes disso, as atenuantes e agravantes já eram utilizadas, mas de forma incidental. A ICVM 607/2019 sistematizou esse regime e definiu critérios de aplicabilidade.

Além disso, a ICVM 607/2019 também ampliou as possibilidades de multa. Com esta nova Instrução normativa, o limite de aplicação de multas pela CVM se ampliou. Antigamente, o valor máximo era de R\$500 mil. Agora, pelo art. 61 da Instrução, a multa pode ser (I) de até R\$ 50.000.000,00 (cinquenta milhões de reais), ou (II) o dobro do valor da emissão ou da operação irregular; ou (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.

Por causa dessas previsões, existem duas hipóteses que queremos testar. A primeira é se a presença de atenuantes e agravantes aumentou a partir de 2019. A segunda é se o valor das multas também aumentou a partir desse marco temporal.

#### **3.2.7.1.1 Atenuantes e Agravantes**

Para realizar a análise de atenuantes e agravantes, basta contarmos a presença de alguma atenuante ou agravante nos processos que foram decididos antes da ICVM 607 e comparar com as decisões depois da ICVM 607. Consideramos como data de início da ICVM o dia 01 de setembro de 2019, no lugar de 17 de junho de 2019, porque esta é a data de entrada em vigor da referida Instrução. A Figura [3.15](#) traz essa análise. Observamos que, apesar de o período depois da ICVM ser muito menor que o período anterior, a presença de atenuantes e agravantes é muito maior. Isso confirma a primeira hipótese, de que a ICVM 607, por disciplinar formalmente os institutos de agravantes e atenuantes, aumentaria a sua incidência.

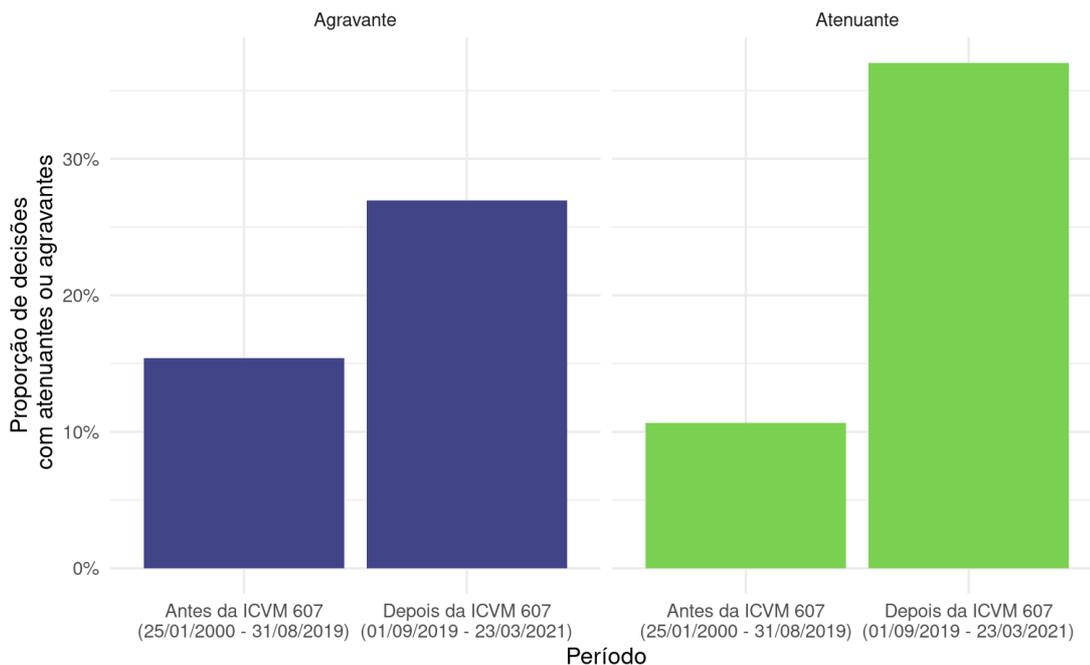


Figura 3.15: Proporção de processos com atenuantes e agravantes antes e depois da ICVM 607.

### 3.2.7.1.2 Multas

Quanto à segunda hipótese, basta olharmos também para a comparação do período antes e depois da ICVM 607 entrar em vigor. Vemos pela Tabela 3.26 que a ICVM 607/2019 aumentou em 150.00% o valor mediano das multas. Isso significa que, depois da ICVM 607/2019, é preciso de um valor de multa 150.00% maior para abranger 50% de todas as multas. Esses dados também confirmam a hipótese de que a ICVM acarretou um aumento no valor das multas.

Tabela 3.26: Valor mediano das multas de acordo com o agravante.

Período	N	Valor mediano
Antes da ICVM 607 (25/01/2000 - 31/08/2019)	2153	R\$ 100.000,00
Depois da ICVM 607 (01/09/2019 - 23/03/2021)	47	R\$ 250.000,00

## Referências bibliográficas

Breiman, Leo. 2001. "Random Forests." *Machine Learning* 45 (1): 5–32.

McCullagh, Peter. 2018. *Generalized Linear Models*. Routledge.

Prado, Viviane Muller, Victor Hugo Cunha Silva, and Ezequiel Fajreldines dos Santos. 2019. *Alem Dos Numeros Da CVM: Enforcement No Mercado de Capitais Brasileiro*. FGV.

Tibshirani, Robert. 1996. "Regression Shrinkage and Selection via the Lasso." *Journal of the Royal Statistical Society: Series B (Methodological)* 58 (1): 267–88.