

ano 24 – n. 96 | abril/junho – 2024
Belo Horizonte | p. 1-282 | ISSN 1516-3210 | DOI: 10.21056/aec.v24i96
A&C – R. de Dir. Administrativo & Constitucional
www.revistaaec.com

A&C

**Revista de Direito
ADMINISTRATIVO
& CONSTITUCIONAL**

**A&C – ADMINISTRATIVE &
CONSTITUTIONAL LAW REVIEW**

FORUM

Todos os direitos reservados. É proibida a reprodução total ou parcial, de qualquer forma ou por qualquer meio eletrônico ou mecânico, inclusive através de processos xerográficos, de fotocópias ou de gravação, sem permissão por escrito do possuidor dos direitos de cópias (Lei nº 9.610, de 19.02.1998).

FÓRUM

Luís Cláudio Rodrigues Ferreira
Presidente e Editor

Rua Paulo Ribeiro Bastos, 211 – Jardim Atlântico – CEP 31710-430 – Belo Horizonte/MG – Brasil – Tel.: (31) 99412.0131
www.editoraforum.com.br / E-mail: editoraforum@editoraforum.com.br

Impressa no Brasil / Printed in Brazil / Distribuída em todo o Território Nacional

Os conceitos e opiniões expressas nos trabalhos assinados são de responsabilidade exclusiva de seus autores.

A246 A&C : Revista de Direito Administrativo &
Constitucional. – ano 3, n. 11, (jan./mar.
2003). – Belo Horizonte: Fórum, 2003-

Trimestral
ISSN impresso 1516-3210
ISSN digital 1984-4182

Ano 1, n. 1, 1999 até ano 2, n. 10, 2002 publicada
pela Editora Juruá em Curitiba

1. Direito administrativo. 2. Direito constitucional.
I. Fórum.

CDD: 342
CDU: 342.9

Coordenação editorial: Leonardo Eustáquio Siqueira Araújo
Aline Sobreira de Oliveira

Capa: Igor Jamur
Projeto gráfico: Walter Santos
Revisão: Maria Elizabete de Sousa
Diagramação: Derval Braga

Periódico classificado no Estrato A3 do Sistema Qualis da CAPES - Área: Direito.

Qualis – CAPES (Área de Direito)

Na avaliação realizada em 2022, a revista foi classificada no estrato A3 no Qualis da CAPES (Área de Direito).

Entidade promotora

A *A&C – Revista de Direito Administrativo & Constitucional*, é um periódico científico promovido pelo Instituto de Direito Romeu Felipe Bacellar com o apoio do Instituto Paranaense de Direito Administrativo (IPDA).

Foco, Escopo e Público-Alvo

Foi fundada em 1999, teve seus primeiros 10 números editorados pela Juruá Editora, e desde o número 11 até os dias atuais é editorada e publicada pela Editora Fórum, tanto em versão impressa quanto em versão digital, sediada na BID – Biblioteca Digital Fórum. Tem como principal objetivo a divulgação de pesquisas sobre temas atuais na área do Direito Administrativo e Constitucional, voltada ao público de pesquisadores da área jurídica, de graduação e pós-graduação, e aos profissionais do Direito.

Linha Editorial

A linha editorial da *A&C – Revista de Direito Administrativo & Constitucional*, estabelecida pelo seu Conselho Editorial composto por renomados juristas brasileiros e estrangeiros, está voltada às pesquisas desenvolvidas na área de Direito Constitucional e de Direito Administrativo, com foco na questão da efetividade dos seus institutos não só no Brasil como no Direito comparado, enfatizando o campo de interseção entre Administração Pública e Constituição e a análise crítica das inovações em matéria de Direito Público, notadamente na América Latina e países europeus de cultura latina.

Cobertura Temática

A cobertura temática da revista, de acordo com a classificação do CNPq, abrange as seguintes áreas:

- Grande área: Ciências Sociais Aplicadas (6.00.00.00-7) / Área: Direito (6.01.00.00-1) / Subárea: Teoria do Direito (6.01.01.00-8) / Especialidade: Teoria do Estado (6.01.01.03-2).
- Grande área: Ciências Sociais Aplicadas (6.00.00.00-7) / Área: Direito (6.01.00.00-1) / Subárea: Direito Público (6.01.02.00-4) / Especialidade: Direito Constitucional (6.01.02.05-5).
- Grande área: Ciências Sociais Aplicadas (6.00.00.00-7) / Área: Direito (6.01.00.00-1) / Subárea: Direito Público (6.01.02.00-4) / Especialidade: Direito Administrativo (6.01.02.06-3).

Indexação em Bases de Dados e Fontes de Informação

Esta publicação está indexada em:

- Web of Science (ESCI)
- Ulrich's Periodicals Directory
- Latindex
- Directory of Research Journals Indexing
- Universal Impact Factor
- CrossRef
- Google Scholar
- RVBI (Rede Virtual de Bibliotecas – Congresso Nacional)
- Library of Congress (Biblioteca do Congresso dos EUA)
- MIAR - Information Matrix for the Analysis of Journals
- WorldCat
- BASE - Bielefeld Academic Search Engine
- REDIB - Red Iberoamericana de Innovación y Conocimiento Científico
- ERIHPLUS - European Reference Index for the Humanities and the Social Sciences
- EZB - Electronic Journals Library
- CiteFactor
- Diadorim

Processo de Avaliação pelos Pares (Double Blind Peer Review)

A publicação dos artigos submete-se ao procedimento *double blind peer review*. Após uma primeira avaliação realizada pelos Editores Acadêmicos responsáveis quanto à adequação do artigo à linha editorial e às normas de publicação da revista, os trabalhos são remetidos sem identificação de autoria a dois pareceristas *ad hoc* portadores de título de Doutor, todos eles exógenos à Instituição e ao Estado do Paraná. Os pareceristas são sempre Professores Doutores afiliados a renomadas instituições de ensino superior nacionais e estrangeiras.

Metodologia de pesquisa empírica para a análise da atividade sancionadora da CVM

Empirical research methodology for analyzing the regulatory activity of the CVM

Ana Paula Ribeiro Nani*

Escola Superior de Propaganda e Marketing (São Paulo-SP, Brasil)
anapaula.nani@hotmail.com
<https://orcid.org/0000-0001-9620-7759>

Marcos Galileu Lorena Dutra**

Fundação Getúlio Vargas (São Paulo-SP, Brasil)
marcos.dutra@fgv.br
<https://orcid.org/0009-0004-7512-7441>

Ezequiel Fajreldines Santos***

Fundação Getúlio Vargas (São Paulo-SP, Brasil)
ezequiel.santos@fgv.br
<https://orcid.org/0000-0001-6440-5638>

Como citar este artigo/*How to cite this article*: NANI, Ana Paula Ribeiro; DUTRA, Marcos Galileu Lorena; SANTOS, Ezequiel Fajreldines; PRADO, Viviane Muller. Metodologia de pesquisa empírica para a análise da atividade sancionadora da CVM. *A&C – Revista de Direito Administrativo & Constitucional*, Belo Horizonte, ano 24, n. 96, p. 209-226, abr./jun. 2024. DOI: 10.21056/aec.v24i96.1891.

- * Professora de Direito da Escola Superior de Propaganda e Marketing (São Paulo-SP, Brasil). Mestre em Direito dos Negócios pela FGV Direito SP. Especialista em Arbitragem pela FGV Law. Graduada em Direito pela FGV Direito SP. Cursa Master in Business Economics na FEA-USP. Pesquisadora em Direito e Economia do INSPER. Advogada.
- ** Professor no curso de pós-graduação *lato sensu* da FGV Direito SP – FGVLaw (São Paulo-SP, Brasil). Analista da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Doutor em Direito Comercial pela Universidade de São Paulo (USP) e Mestre em Administração de Empresas pela Fundação Getúlio Vargas (EAESP/FGV). Bacharel em Direito pela Universidade de São Paulo (USP) e em Administração de Empresas pela Fundação Getúlio Vargas – SP (EAESP/FGV).
- *** Mestre e Doutorando em Direito e Desenvolvimento na Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas (São Paulo-SP, Brasil). Pesquisador no Laboratório de Dados e Pesquisa Empírica.

Viviane Muller Prado****

Fundação Getulio Vargas (São Paulo-SP, Brasil)

Viviane.Prado@fgv.br

<https://orcid.org/0000-0001-7641-9738>

Recebido/Received: 28.12.2023 / 28 December 2023

Aprovado/Approved: 21.06.2024 / 21 June 2024

Resumo: Para uma visão mais ampla e estruturada da atividade sancionadora da CVM, é relevante a pesquisa das decisões administrativas que revele um conhecimento organizado e confiável, com potencial de avaliação da coerência e modificações nos entendimentos do regulador. Para tanto, é necessária a construção de bancos de dados com a classificação pormenorizada das decisões, bem como subsequentes relatórios analíticos. Os bancos de dados se mostraram como peça importante para a realização de diversos estudos com base empírica. Este artigo teve como objetivo apresentar detalhadamente como se deu a construção do banco de dados do MFCap e os critérios metodológicos utilizados.

Palavras-chave: Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador. Termo de Compromisso. Atividade Sancionadora. *Enforcement*. Mercado de Capitais.

Abstract: For a broader and structured view of CVM's sanctioning activity, it is relevant to research administrative decisions that reveal organized and reliable knowledge, with the potential for evaluating coherence and changes in the regulator's understandings. Therefore, it is necessary to build databases with detailed classification of decisions, as well as subsequent analytical reports. Databases have proven to be crucial for conducting various studies based on empirical evidence. This article aimed to provide a detailed presentation of how the MFCap database was constructed and the methodological criteria used.

Keywords: Securities and Exchange Commission. Administrative Sanctioning Process. Commitment Agreement. Sanctioning Activity. Enforcement. Capital Market.

Sumário: Introdução – **1** Por que é importante estudar o *enforcement* das normas de mercado de capitais? – **2** Qual o contexto da pesquisa empírica? – **3** A metodologia empregada pelo MFCap para construção do banco de dados – **4** Tecnologias utilizadas na pesquisa – **5** Tipos de observações e significado das classificações – **6** Replicabilidade da metodologia utilizada pelo MFCap – Conclusões finais – Referências

Introdução

Dentro do campo denominado de “Direito e Desenvolvimento” encontram-se variadas tentativas de definição do seu significado. Na literatura brasileira, uma forma de apresentar a ideia de Direito e Desenvolvimento está relacionada ao

**** Professora da FGV Direito SP (São Paulo-SP, Brasil), onde coordena o Núcleo de Estudos em Mercados Financeiros e de Capitais (MFCap/FGV). Doutora em Direito Comercial pela USP. Graduada em Direito pela UFPR.

ferramental de pesquisa que se contrapõe à departamentalização do conhecimento e que melhor se afilia à noção de lente de pesquisa (precipuamente empírica), em que se busca investigar a interação do direito em contexto.¹ A pesquisa empírica apresenta-se como uma das formas de investigação que considera o contexto, vez que os dados viabilizam análises que propiciam melhor compreensão da realidade.

Dentro dessa perspectiva, o Núcleo de Estudos em Mercados Financeiro e de Capitais da FGV Direito SP (“MFCap da FGV Direito SP”) – integrado, entre outros, pelos professores e pesquisadores autores deste texto² – empenha-se, desde 2019, na realização de pesquisas empíricas que buscam compreender a aplicação das normas legais e administrativas do direito do mercado de capitais no contexto brasileiro.³

Essas pesquisas são necessárias porque, por vezes, as normas que disciplinam o mercado de capitais contêm cláusulas gerais e conceitos jurídicos indeterminados que incidem em um cenário de inovação constante. O conhecimento sobre a aplicação da legislação e regulamentação nos casos concretos é essencial para conhecer efetivamente como um determinado setor do mercado é regulado, as condutas reprováveis e as consequências jurídicas das práticas ilícitas. Para tanto, é necessário avaliar como é a atuação dos reguladores na aplicação das regras, o que passa por descobrir quais casos são objeto da atividade sancionadora das instituições competentes (o que denominamos neste artigo *enforcement*) e como esses casos são decididos.

O objetivo deste texto é apresentar detalhadamente a metodologia usada para a realização da pesquisa empírica conduzida pelo MFCap em relação à atividade da Comissão de Valores Mobiliários – CVM em processos administrativos sancionadores, seja na via punitiva, seja na via consensual.

Este artigo está dividido em seis partes, além desta introdução e das conclusões finais. A primeira aponta a necessidade de estudos empíricos sobre a aplicação de normas no mercado de capitais. A segunda aborda o contexto da pesquisa retratada.

¹ Nesta perspectiva, ver: MACHADO, Máira Rocha. Contra a departamentalização do saber jurídico: contribuições dos estudos de caso para o campo do direito e desenvolvimento. In: SILVEIRA, Vladimir Oliveira da; SANCHES, Samyra Napolini; COUTO, Monica Bonetti Couto (Org.). *Direito e Desenvolvimento no Brasil do Séc. XIX*. Brasília: IPEA, Conpedi 2013, Cap. 8, p. 177-200.

² Veja-se: <https://www.mfcap-fgv.com.br/pesquisadores>. Acesso em: 20 jun. 2023.

³ Veja-se: <https://www.mfcap-fgv.com.br/projects-8> e <https://www.mfcap-fgv.com.br/general-9>. Acesso em: 12 dez. 2023; PRADO, Viviane Muller; CAVALLI, Marcelo; RACHMAN, Nora; VILELA, Renato. *Insider Trading: normas, instituições e mecanismos de combate no Brasil*. 2. ed. Belo Horizonte: Arraes, 2020; PRADO, Viviane Muller; DUTRA, Marcos Galileu Lorena. A Lei nº 13.506/2017 e os desafios na transição para a nova dosimetria da pena: estudo dos julgamentos da CVM em 2021. In: *Processo Administrativo Sancionador*, 2023.

A terceira traz a metodologia empregada pelo MFCap para construção do banco de dados da pesquisa. A quarta detalha as tecnologias utilizadas na pesquisa. A quinta aborda os tipos de observações e significado das classificações utilizadas. E, por fim, a sexta parte trata da replicabilidade da metodologia de pesquisa desenvolvida.

1 Por que é importante estudar o *enforcement* das normas de mercado de capitais?

O direito do mercado de capitais ou, sob outra denominação, dos valores mobiliários cuida, em última análise, das relações entre poupadores, tomadores e intermediários.⁴ Isso quer dizer que ele abrange tópicos como a proteção de investidores quando há apelo à poupança popular, por meio do estabelecimento das regras de conduta dos administradores e intermediários, bem como das condições adequadas para a realização de investimentos. Trata-se de um escopo vasto, cuja complexidade é crescente em razão da constante inovação nos instrumentos financeiros criados pelo mercado. Assim, a legislação do mercado de valores mobiliários possui limites quanto ao grau de especificidade, o que resulta em previsões legais contendo princípios e conceitos abertos.

Com inspiração no modelo norte-americano, o Brasil criou uma autarquia especializada na matéria. A Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) foi criada por meio da Lei nº 6.385/76. Essa legislação confere à CVM o mandato legal para proteger investidores, assegurar o funcionamento eficiente e regular do mercado e possibilitar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários ofertados e negociados.⁵

Para atingir esses fins, a CVM possui competência para editar normas administrativas, bem como monitorar o mercado e punir condutas ilícitas.⁶ Até novembro de 2023, a CVM havia editado 627 “instruções” e 195 “resoluções”, principais instrumentos normativos do regulador, que regem as matérias expressamente

⁴ Segundo Ary Oswaldo Mattos Filho: “Assim, temos, de um lado, que a função dos valores mobiliários é financiar de forma pulverizada os investimentos privados; de outro lado, é função do Estado reger este relacionamento obrigacional, buscando que seja equitativo. O Direito dos Valores Mobiliários, como consequência, conta, ou busca contar, com o regramento estatal tendente a dar condições de equidade nas transações ocorridas no mercado de valores mobiliários, o qual se compõe de investidores e ofertantes de valores mobiliários, agentes de intermediação e de negociação” (MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Direito dos Valores Mobiliários*. Vol. 1. Rio de Janeiro: FGV, 2015, p. 25).

⁵ BRASIL. *Lei nº 6385 de 7 de dezembro de 1976*, art. 4. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/16385.htm. Acesso em: 06 out. 2023.

⁶ BRASIL. *Lei nº 6385 de 7 de dezembro de 1976*, art. 8. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/16385.htm. Acesso em: 06 out. 2023.

previstas em lei de competência da autarquia, em especial a já mencionada Lei nº 6.385/1976 e a Lei nº 6.404/1976 (Lei das Sociedades Anônimas).⁷

A complexidade e concretude dessas regulamentações varia bastante: alguns normativos são extensos, outros se limitam a alterações pontuais na norma administrativa. Esse vasto corpo normativo aprofunda a densidade das previsões legislativas, reduzindo a margem de incerteza dos agentes regulados sobre os princípios e os conceitos abertos da disciplina do mercado de capitais brasileiro. Ainda assim, algumas definições permanecem amplas.

Invariavelmente, a busca por orientação sobre a aplicação pela autarquia da lei e dos regulamentos leva os agentes de mercado às decisões tomadas pela CVM nos Processos Administrativos Sancionadores (“PAS”), instrumento por meio do qual a autarquia opera a atividade sancionadora. Há, contudo, diversos obstáculos nessa jornada. Decisões administrativas são estruturadas e divulgadas de forma bastante diferente de decisões judiciais, de sorte que as técnicas usuais de busca por jurisprudência não são sempre adequadas. As decisões também não contam com indexadores de assuntos ou ementas típicas de tribunais. Adicionalmente, as ferramentas de pesquisa disponibilizadas pela CVM não são tão refinadas quanto aquelas disponibilizadas por certos órgãos judiciais. Ainda, decisões em processos administrativos sancionadores não possuem um escopo tão restrito como se observa na esfera judicial, com múltiplos assuntos e abordagens diferenciadas a depender do julgador, de forma que navegar na argumentação utilizada na apreciação de cada ato ilícito pode ser tortuoso.

O número de decisões prolatadas pela CVM não é expressivo se comparado ao volume produzido pelo Poder Judiciário. Somando tal característica a um direito e realidade em constante mutação, e a um lapso razoável entre os atos praticados e os respectivos efetivos julgamentos, tem-se um cenário fragmentado e de reconstrução desafiadora.

Assim, para a investigação da atividade sancionadora da CVM é necessária uma visão completa da atuação da autarquia nos seus julgamentos, construída com rigor metodológico e com divulgação de números e dados sobre casos julgados em processos administrativos sancionadores ou finalizados com a utilização de outros instrumentos regulatórios consensuais, tais como termos de compromisso e acordo de supervisão.⁸

⁷ Números obtidos na página da autarquia na rede mundial de computadores, conforme consulta realizada em 25 de novembro de 2023. A nomenclatura “instrução” foi utilizada pela CVM até junho de 2020, quando, por força do Decreto nº 10.139, de 28 de novembro de 2019, a nomenclatura do ato normativo passou a ser “resolução”.

⁸ Desde 1997, o procedimento sancionador pode ser suspenso pela celebração de Termos de Compromisso com os acusados. Para isso, os investigados devem se comprometer a cessar a conduta e corrigir as

O trabalho perseguido pelo MFCap, nesse sentido, é o de apresentar análises e organizações de dados que vão além dos relatórios oficiais,⁹ sempre baseado nas informações públicas disponíveis.

Entende-se que a adequada resposta do sistema jurídico às violações das normas que disciplinam os agentes e as operações do mercado de capitais traz completude ao quadro normativo, conferindo credibilidade para obter a proteção ao investidor e a manutenção de um mercado transparente, justo e eficiente.¹⁰ Parte-se do pressuposto de que as atribuições de responsabilidades e punições de condutas ilícitas sinalizam práticas reprováveis no mercado, com potencial de desestimular condutas similares e induzir o cumprimento das regras do jogo, seja para não sofrer sanções jurídicas, seja por razões reputacionais.¹¹

2 Qual o contexto da pesquisa empírica?

Conforme exposto no tópico anterior, a CVM é o órgão regulador competente para regulamentar a lei, supervisionar, fiscalizar e punir os agentes que atuam no mercado de valores mobiliários brasileiro.¹² Na atuação da CVM, os instrumentos jurídicos para dar resposta aos ilícitos praticados no mercado são o Processo Administrativo Sancionador, o Termo de Compromisso e o Acordo Administrativo em Processo de Supervisão. Ainda no âmbito administrativo, as decisões punitivas dos processos sancionadores podem ser revistas pelo Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional – CRSFN,¹³ quando houver a interposição de recurso voluntário.

irregularidades, bem como indenizar prejuízos. A celebração de Termo de Compromisso não implica confissão da matéria de fato nem reconhecimento da ilicitude da conduta analisada. O Acordo Administrativo em Processo de Supervisão, por sua vez, foi criado pela Lei nº 13.506/2017, tendo sido regulamentado pela Resolução CVM nº 45/2021. Desde então, a CVM pode firmar este tipo de acordo com pessoas (físicas ou jurídicas) que confessarem a prática de um ilícito, podendo sua pena ser reduzida de 1/3 a 2/3, desde que haja efetiva, plena e permanente cooperação para a apuração dos fatos, que sejam úteis para o processo (art. 30).

⁹ Vide: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/relatorios/relatorio-de-atividade-sancionadora>. Acesso em: 12 dez. 2023.

¹⁰ Nesse sentido, ver: CARVAJAL, Ana; ELLIOTT, Jennifer. The Challenge of Enforcement in Securities Markets: Mission Impossible? *IMF Working Paper 09/168*, 2009, p. 4. Disponível em: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2009/wp09168.pdf>. Acesso em: 20 jun. 2023.

¹¹ YAZBEK, Otavio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

¹² A competência da CVM de expedir normas está expressamente prevista no artigo 2º, parágrafo 3º da Lei nº 6.385/1976, com redação dada pela Lei nº 10.303/2001. Também no artigo 8º, I, da Lei nº 6.385/1976 aparece a competência para regular as matérias previstas na lei de mercado de capitais e na lei de sociedades por ações, bem como fiscalizar as atividades e serviços do mercado de capitais e seus participantes (art. 8º, III, Lei nº 6.385/76). Sua competência punitiva, mediante instauração do processo administrativo sancionador, está prevista no artigo 9º, V e VI, da Lei nº 6.385/1976, com redação dada pela Lei nº 10.303/2001. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm. Acesso em: 06 out. 2023.

¹³ Vide Decreto nº 9.889, de 2019 que dispõe sobre o Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional.

Nos Processos Administrativos Sancionadores, a CVM exerce a atividade punitiva mediante a instauração do procedimento administrativo para apurar infrações praticadas no mercado de capitais e, se for o caso, determinar as penalidades a serem aplicadas aos acusados. Ao identificar indícios de práticas irregulares (e isso pode decorrer da sua própria atividade de monitoramento, da reclamação de algum investidor ou de participante do mercado, ou ainda de comunicação pelas entidades autorreguladoras, em especial a bolsa de valores), a área técnica inicia a investigação. Caso seja necessário maior aprofundamento nessa etapa, é possível dar início a um inquérito administrativo junto à Superintendência de Processos Sancionadores da autarquia. Uma vez reunidas provas que sugiram prática da conduta ilícita, abre-se um processo sancionador, ao final do qual, caso comprovada a prática irregular, aplicam-se as penalidades previstas em lei.

As penalidades podem consistir em: advertência, multa, suspensão ou inabilitação temporária para o exercício de cargos ou atividades, suspensão ou cassação de autorização ou registro para o exercício de alguma atividade, proibição temporária para a prática de determinadas atividades ou operações, ou mesmo para atuar em uma ou mais modalidades de operação no mercado.¹⁴ Com a edição da Lei nº 13.506/2017, abriu-se a possibilidade de aplicação da pena de proibição de contratar, por até cinco anos, com instituições financeiras oficiais e de participar de licitação que tenha por objeto aquisições, alienações, realizações de obras e serviços e concessões de serviços públicos (modalidade ainda não utilizada pela autarquia).

Com a reforma promovida pela mencionada Lei nº 13.506/2017, foram previstos novos parâmetros para a dosimetria da pena a serem seguidos pela CVM. A regulamentação da autarquia adotou o sistema trifásico de definição de pena base, seguida da aplicação de agravantes e atenuantes e, depois, as causas de redução da pena, nos termos da Resolução CVM nº 45/2021 (anteriormente, Instrução CVM nº 607/2019). O valor das multas deve seguir “os princípios da proporcionalidade e da razoabilidade, a capacidade econômica do infrator e os motivos que justifiquem sua imposição”. A legislação fixa quatro limites para o valor máximo das penalidades,¹⁵ sendo que três guardam relação com a importância econômica do ilícito praticado: dobro do valor da emissão ou operação irregular, triplo do valor da vantagem indevida (ou da perda evitada) ou o dobro do prejuízo causado aos investidores. O quarto limite é o valor de R\$50.000.000,00.

¹⁴ BRASIL. *Lei nº 6385 de 7 de dezembro de 1976*, art. 11. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm. Acesso em: 06 out. 2023.

¹⁵ BRASIL. *Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976*, art. 11, I a VII. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm. Acesso em: 06 out. 2023

As multas não devem ultrapassar o maior desses valores. A exceção é nos casos de reincidência, nos quais o limite máximo é triplicado.¹⁶

As quantias arrecadadas não são destinadas aos eventuais prejudicados ou alocadas para aparelhar melhor o regulador no aperfeiçoamento da regulação. O valor das multas vai para o Tesouro Nacional e não é usado como base para a dotação orçamentária da autarquia.¹⁷ Das decisões de condenação nos processos administrativos sancionadores da CVM cabe recurso ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional – CRSFN. A possibilidade de recurso administrativo não impede as partes de buscar o Poder Judiciário, que podem alegar, entre outros, eventuais ilegalidades nas decisões.

Desde 1997, o procedimento sancionador pode ser suspenso pela celebração de Termos de Compromisso com os acusados.¹⁸ Para isso, os investigados devem se comprometer a cessar a conduta e corrigir as irregularidades, bem como indenizar prejuízos. A celebração de Termo de Compromisso não implica confissão da matéria de fato nem reconhecimento da ilicitude da conduta analisada.¹⁹

A proposta do Termo de Compromisso é de iniciativa do agente privado e a decisão de celebrá-lo cabe ao Colegiado da CVM, “ao seu exclusivo critério, se o interesse público permitir”.²⁰ A lei não estabelece parâmetros rígidos para a decisão, apenas determina que deve ser avaliada a “oportunidade” e “conveniência” na celebração do compromisso e adequação da proposta formulada, bem como que deve ser considerada a natureza e gravidade das infrações, os antecedentes dos acusados e a efetiva possibilidade de punição, no caso concreto.

Como um dos objetivos buscados com os Termos de Compromisso é indenizar os prejudicados, é de se esperar que os valores sejam destinados aos investidores. Entretanto, em parte por conta da natureza difusa dos danos causados, isso é efetivamente observado em poucos casos.²¹ Em termos práticos, os valores arrecadados são destinados ao Tesouro Nacional.

¹⁶ BRASIL. *Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976*, art. 11. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm. Acesso em: 06 out. 2023.

¹⁷ Art. 8º da *Lei nº 7.940, de 20 de dezembro de 1989*. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l7940.htm. Acesso em: 06 out. 2023.

¹⁸ Cf. art. 11, parágrafos 5º a 8º, da *Lei nº 6.385/76*, com a redação dada pela *Lei nº 9.457/97*. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm. Acesso em: 06 out. 2023.

¹⁹ Cf. art. 11, Parágrafo 6º, *Lei nº 6.385/1976*. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm. Acesso em: 06 out. 2023.

²⁰ Expressões utilizadas no art. 11, parágrafo 5º, da *Lei nº 6.385/76*. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm. Acesso em: 06 out. 2023.

²¹ PRADO, Viviane Muller; VILELA, Renato. Indenização de Investidores por Termo de Compromisso. In: YARSELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (Coord.). *Processo Societário II*. Vol. 2. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

Por último, há também o Acordo Administrativo em Processo de Supervisão. A Lei nº 13.506/2017 criou este instrumento, que foi regulamentado pela Resolução CVM nº 45/2021. Desde então, a CVM pode firmar este tipo de acordo com pessoas (físicas ou jurídicas) que confessarem a prática de um ilícito, podendo sua pena ser reduzida de 1/3 a 2/3, desde que haja efetiva, plena e permanente cooperação para a apuração dos fatos, que sejam úteis para o processo (art. 30).²²

3 A metodologia empregada pelo MFCAP para construção do banco de dados

Desde 2017, a CVM publica relatórios sobre sua atividade sancionadora. Atualizados trimestralmente, esses relatórios são uma importante iniciativa de aumento da transparência da autarquia. Parecem ser esses relatórios, todavia, insuficientes para compreender alguns detalhes sobre o *enforcement* das regras de mercado, havendo espaço para uma maior granularidade das informações e dos dados da sua atividade sancionadora, bem como para uma análise aprofundada e independentemente dos resultados produzidos.

Na tentativa de contribuir com a melhor compreensão do sistema punitivo no mercado de capitais brasileiro, o MFCap da FGV Direito SP produz relatórios anuais com dados e informações sobre os Processos Administrativos julgados e os Termos de Compromisso avaliados pela CVM ao longo do ano, baseado em um banco de dados construído continuamente.²³ Os relatórios do MFCap são editados desde 2019,²⁴ como complemento a essa prestação de contas da autarquia, apresentando uma visão mais analítica e independente sobre os resultados.

3.1 A dinâmica da coleta inicial e formação do universo de pesquisa

O universo de pesquisa é construído com o acompanhamento semanal do sítio da CVM na rede mundial de computadores, que divulga por meio de notícias os Processos Administrativos Sancionadores e os Termos de Compromisso apreciados

²² FADANELLI, Vinícius Kruger Chalub. *Termos de compromisso em processo administrativo sancionador da Comissão de Valores Mobiliários*. Dissertação de Mestrado apresentada à Universidade de São Paulo, 2013; PALMA, Juliana Bonacorsi de. *Atuação Administrativa Consensual: Estudo dos acordos substitutivos no processo administrativo sancionador*. Dissertação de Mestrado apresentada à Universidade de São Paulo, 2010.

²³ Veja-se: <https://www.mfcap-fgv.com.br/projects-8>. Acesso em: 20 jun. 2023.

²⁴ Veja-se: <https://www.mfcap-fgv.com.br/projects-8>. Acesso em: 20 jun. 2023.

e julgados pela autarquia naquela semana.²⁵ As decisões são organizadas em uma planilha no *Google Sheets* compartilhável e com armazenamento em nuvem, que registra dados básicos de referência, tais como os números identificadores, o tipo de procedimento, a data de julgamento e *links* para os documentos de consulta.

Em seguida, as decisões coletadas são distribuídas entre os pesquisadores responsáveis pela classificação, e entre os revisores, que são, usualmente, os coordenadores da pesquisa.

3.2 Estruturação do banco de dados

A classificação das decisões é dividida, no *Google Sheets*, em abas específicas para Processos Sancionadores e Termos de Compromisso. Essa separação foi adotada porque, embora ambos apresentem elementos em comum, há especificidades que justificam anotações distintas.

Embora a decisão da CVM seja a unidade de análise, a classificação é detalhada para cada prática específica tida como ilícita pela CVM, que são denominadas como “condutas”. Esse detalhamento é necessário porque as decisões são documentos complexos, nos quais podem coexistir diversos acusados, que individualmente podem ser alvo de uma ou mais acusações. Essas condutas, por sua vez, podem contar com fundamentos legais, desfechos e penas aplicadas diferentes entre si.

Em termos práticos, cada conduta é registrada individualmente em uma linha na planilha no *Google Sheets*. As “condutas” são classificadas em diferentes categorias, que formam as colunas da planilha.

3.2.1 Tipos de categorias

Nas primeiras versões do relatório produzido pelo MFCaP, a maior parte dos campos era de livre preenchimento pelos pesquisadores. Essa flexibilidade inicial foi importante para permitir a proposição de formas de classificação mais adequadas. O contraponto é que essa liberdade dificultava a padronização e a criação de dados agregados.

Ao longo do tempo, as categorias foram consolidadas, e as edições recentes contam com campos padronizados. Nesses casos, os pesquisadores podem selecionar a categoria de acordo com listas fechadas, cujas opções são especificadas em uma aba própria (denominada “parâmetros”). A inclusão de alternativas é

²⁵ Vide: <https://www.gov.br/cvm/pt-br>.

realizada somente pelos coordenadores da pesquisa, após diálogo com o grupo de pesquisadores. Além disso, ao lado de alguns campos padronizados há um campo de texto livre, o que assegura margem aos pesquisadores para registrarem especificidades de cada conduta.

3.2.1.1 Categorias comuns aos PAS e aos TCs

Para cada conduta, é identificado o acusado, o tipo de pessoa (se jurídica, física ou fundo de investimento) e, quando for o caso, a empresa ou a instituição à qual a conduta está relacionada. A posição do acusado é registrada em um campo padronizado e pode ser detalhada em um campo livre. Para o ano de 2022, as posições mais comuns registradas no campo padronizado foram: “Administrador”, “Assessor de Investimentos (anteriormente, “Agente Autônomo de Investimentos)”, “Diretor Responsável”, “Investidor”, “Ofertante”, “Empresa de Auditoria”, “Intermediário”, “Controlador” e “Gestora de Fundo de Investimento”.

As condutas são classificadas em um campo padronizado, relacionado à temática do processo administrativo e que guarda relação com a competência regulamentar da CVM. As opções são: “Administração de Carteiras”, “Auditoria Independente”, “Demonstrações Financeiras”, “Falhas na Prestação de Serviços”, “Ilícitos de Mercado”, “Insider Trading”, “Intermediação”, “Ofertas Públicas”, “Outros”, “Problemas Informacionais”, “Questões Societárias” e “Temas Gerais”. Esse campo também é acompanhado de um texto livre, para anotação de especificidades.

Os pesquisadores registram ainda as datas de início e fim da conduta, se houve comunicação ao Ministério Público, bem como os valores da repercussão econômica, que podem ser prejuízos causados a terceiros, o valor da operação, valor da vantagem econômica ou da perda evitada. Com o auxílio de ferramentas construídas no próprio *Google Sheets*, os dispositivos normativos que embasam a acusação são registrados individualmente e de forma estruturada.

Por fim, para fins de conhecer padrões de dosimetria, os pesquisadores classificam a conduta de acordo com a Resolução da CVM nº 45/2021, que agrupa atos ilícitos de acordo com a gravidade. Essa classificação é importante, uma vez que o regulador delimitou tetos para o valor da pena base (quando multas pecuniárias) a cada um desses grupos. Apesar da importância dessa classificação, pelo menos até 2022 a maior parte das decisões pesquisadas não faz referência expressa a essa informação, de sorte que essa classificação – para fins do estudo – fica a cargo dos pesquisadores a partir da delimitação da conduta registrada.

3.2.1.2 Categorias específicas

Em processos sancionadores, uma conduta pode ter como desfecho imposição de pena, absolvição ou extinção da punibilidade (como nos casos de falecimento ou prescrição). Nos casos de punição, os pesquisadores registram os elementos da dosimetria. O primeiro deles é se ela é estruturada na forma da atual regulamentação, que estabelece parâmetros para a fixação da pena-base conforme a gravidade da conduta. Em seguida, os pesquisadores selecionam, dentre uma lista pré-determinada de cinquenta tópicos, que estão presentes e servem como atenuantes ou majorantes da pena-base especificada. Para a punição, é anotado o tipo da penalidade e o valor (nos casos de multa) ou tempo (quando há suspensão de direitos, como nos casos de inabilitação e suspensão, por exemplo). Nas multas, os pesquisadores registram, ainda, o fundamento legal (dentro das hipóteses do art. 11, §1º, da Lei nº 6.385/1976) e os parâmetros para estabelecer o valor, se expressamente previstos na decisão pesquisada.

Nos Termos de Compromisso, o primeiro registro específico é se a proposta foi aceita ou rejeitada. Ao invés de registrar a dosimetria, os pesquisadores anotam as justificativas apresentadas pela CVM para a decisão, retiradas também de uma lista pré-definida com cinquenta itens. Caso a proposta tenha sido aceita, são registrados o valor da obrigação pecuniária e a descrição da obrigação não pecuniária (*e.g.*, correção das irregularidades), caso estejam presentes. Há também o registro da classificação da conduta objeto da proposta de termos de compromisso, de acordo com os grupos de atos ilícitos e respectiva gravidade, previstos da Resolução CVM nº 45/2021

3.2.2 Consolidação e revisão dos resultados

A classificação é inicialmente realizada por pesquisadores do MFCAp, que são usualmente alunos de graduação e pós-graduação, que desenvolvem pesquisas relacionadas ao mercado de capitais. Como o número de decisões não é expressivo, as classificações são realizadas usualmente durante a semana seguinte à divulgação da decisão no sítio eletrônico da CVM. O resultado é revisado por um dos coordenadores da pesquisa e apresentado em reunião semanal do MFCAp. Nessa ocasião, o pesquisador expõe um resumo do caso e do julgamento, bem como explica as classificações realizadas.

Esse procedimento de revisão e debate é crucial para a qualidade da pesquisa. Ele assegura a coerência interna nas classificações, bem como a constante reflexão

sobre a adequação das categorias de análise. Além disso, as reuniões são uma oportunidade importante para a disseminação do conhecimento metodológico e sobre o direito dos valores mobiliários.

4 Tecnologias utilizadas na pesquisa

As ferramentas utilizadas na pesquisa são bastante simples se comparadas ao nível de desenvolvimento tecnológico atual, repleto de implementações de aprendizado de máquina. Ainda assim, elas se mostraram valiosas para garantir consistência e agilidade na pesquisa. Referida utilidade foi revelada ao longo das diferentes edições da pesquisa, na medida em que as próprias ferramentas auxiliares passaram por melhorias, de forma a aumentar a agilidade e a segurança no processo de coleta, classificação e armazenamento dos dados.

Desde o início, os dados da pesquisa foram inseridos diretamente em planilhas no *Google Sheets*. Uma das preocupações sempre foi evitar o lançamento de informações na base de dados com uso de critérios vagos e que não fossem compreendidos e observados por todos os colaboradores. A falta de uniformização poderia gerar inconsistências e exigir constantes revisões. Assim, haveria o risco de os pesquisadores se referirem a situações idênticas utilizando classificações diferentes ou a situações distintas com classificações iguais. Uma parte da solução foi limitar as células a valores pré-determinados, que são lançados em uma aba separada da planilha. Convenientemente, o *Google Sheets*, ferramenta utilizada nesta pesquisa, possibilita que essas opções sejam exibidas em forma de lista, o que facilita o preenchimento (as chamadas “listas suspensas”). Além dos ajustes na planilha, as classificações e categorias são assunto constante nas reuniões do grupo de pesquisa, como se disse.

Para campos nos quais é possível inserir uma ou mais observações, essa estratégia não é útil. Para esses casos, foi criada uma auxiliar, a qual chamamos de “ferramentas”. Nela, os pesquisadores encontram funcionalidades que permitem selecionar diversas observações, que são agregadas em um texto contínuo, o qual pode ser inserido na planilha de classificações. Para os fundamentos legais das decisões, a ferramenta permite gerar a seguinte linha de texto, por exemplo:

Tipo: ICVM; Número: 306; Artigo: 2;

Tipo: ICVM; Número: 306; Artigo: 3;

Tipo: ICVM; Número: 434; Artigo: 16; Inciso: IV.

Para dosimetria, por sua vez, um exemplo de linha produzida é:

Antecedentes [A];

Prática reiterada [M];

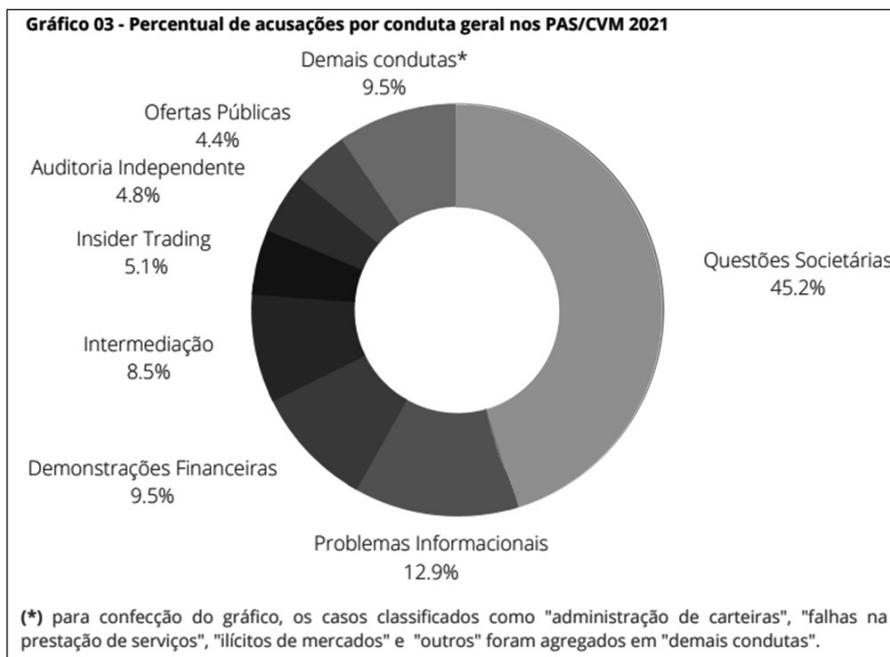
Regularização da infração [A];

Sistematicidade da conduta [M].

Nesse último exemplo, a letra entre colchetes indica se a característica mencionada foi utilizada pela CVM como atenuante [A] ou majorante [M] da pena.

Os exemplos acima permitem acomodar informações complexas em células, mas dificultam a realização de gráficos e demais levantamentos no *Google Sheets*. Por conta disso, optamos por conduzir as análises construindo *scripts* em *Python*, linguagem de programação mais popular para avaliar dados.

Nessa etapa, são implementadas novas rotinas de conferência do preenchimento. Além disso, os dados comprimidos, como os exemplos acima, são expandidos. O resultado dessas operações permite a confecção de elementos gráficos, tarefa que é conduzida na plataforma *Canva*. O resultado pode ser visualizado no exemplo abaixo.



Fonte: PRADO *et al.* (2021)²⁶

²⁶ PRADO, Viviane Muller *et al.* *Além dos Números da CVM. Enforcement* no Mercado de Capitais Brasileiro. 2021. Disponível em: https://www.mfcap-fgv.com.br/_files/ugd/b5264b_e370b0d077c4418eb935b08d7dca091a.pdf. Acesso em: 06 out. 2023.

Conforme já enfatizado, as ferramentas tecnológicas são simples. Ainda assim, elas asseguram maior higidez e coerência nas classificações, bem como uma economia nos esforços de preenchimento, permitindo ainda que pessoas que não tenham domínio de ferramentas mais sofisticadas colaborem com o esforço de coleta e organização dos dados.

5 Tipos de observações e significado das classificações

Pela descrição da metodologia acima, é possível notar que há dois tipos de observações produzidas pelos pesquisadores. Primeiro, há a anotação de dados, aspectos objetivos do texto das decisões pesquisadas.²⁷ Essa categoria inclui a maior parte das observações, como os artigos legais utilizados, a condenação e os valores atribuídos. Esses dados, especialmente após estruturados, são úteis para a indexação das decisões.

O segundo tipo de observação são classificações. Neste estudo, a principal delas é o tipo de conduta, que segue as opções descritas anteriormente. Ao inserir essa observação, os pesquisadores estão organizando os casos de acordo com um esquema conceitual.²⁸ Isso quer dizer que a adequação dessas observações não depende apenas da consistência e qualidade na interpretação, mas também das razões do próprio esquema conceitual.²⁹

Nesse sentido, a classificação das condutas busca retratar a diversidade do próprio direito dos valores mobiliários e dos tópicos enfrentados pela CVM. Apesar de haver alguma zona de sobreposição, cada um dos temas constitui um corpo razoavelmente delimitado de regras e princípios, bem como um objetivo regulatório claro. Essa organização permite avaliar quais áreas são melhor desenvolvidas pela CVM, bem como observar qual a agenda do regulador.

6 Replicabilidade da metodologia utilizada pelo MFCAP

Como se mencionou, desde 2019, o MFCap realiza o acompanhamento das decisões em processos sancionadores e em propostas de termos de compromisso

²⁷ ROWLEY, Jennifer. The wisdom hierarchy: representations of the DIKW hierarchy. *Journal of Information Science*, v. 33, n. 2, p. 163-180, 2007, p. 170.

²⁸ HANSON, F. Allan. From key numbers to keywords: how automation has transformed the law. *Law Library Journal*, v. 94, p. 563-600, 2002, p. 574: "To classify is to organize a body of information according to some conceptual scheme".

²⁹ BRANTING, L. Karl. *Reasoning with Rules and Precedents: A Computational Model of Legal Analysis*. Dordrecht: Springer Netherlands, 2000, p. 2: "First, verifying a classification requires evaluating the reasoning that supports it. Thus, a classification is credible only to the extent that its explanation is persuasive".

tomadas pela CVM. Em 2021, esse estudo foi ampliado para abrigar o Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (“CRSFN”), instância recursal das decisões tomadas pela CVM. Para o CRSFN o mecanismo de construção da base de dados tem sido semelhante àquela descrita para a CVM; distingue-se, sobretudo, na análise das razões apresentadas pelos julgadores do órgão recursal e da comparação entre a condenação recorrida imposta pela CVM e a condenação final imposta pelo CRSFN.

Para além da CVM e do CRSFN, para o ano de 2023, com o amadurecimento da metodologia desenvolvida, o MFCap pretende se lançar em projeto piloto, para estender a organização de dados e suas análises também de decisões da atividade sancionadora do Banco Central do Brasil (“BCB”).³⁰ As decisões tomadas pelo BCB deverão registrar dados equivalentes àqueles levantados para a CVM, com as devidas adaptações em função de diferentes regimes de transparência e forma de funcionamento das áreas de *enforcement* de cada autarquia.

Essa possibilidade de replicabilidade da metodologia desenvolvida ao longo dos anos pelo MFCap, vale dizer, é fruto do aperfeiçoamento do trabalho de pesquisa que dia após dia é desenvolvido pelos pesquisadores e coordenadores.

Conclusões finais

Conhecer a atividade sancionadora das entidades reguladoras do mercado de valores mobiliários é relevante para compreender e avaliar a efetividade do regime jurídico que disciplina a conduta dos agentes do mercado de capitais.

Para uma visão mais ampla e estruturada da atividade sancionadora da CVM, é importante a pesquisa das decisões administrativas que revelem um conhecimento organizado e confiável, com potencial de avaliação da coerência e modificações nos entendimentos do regulador. Para tanto, é necessária a construção de bancos de dados com a classificação pormenorizada das decisões, bem como subsequentes relatórios analíticos. Os bancos de dados se mostraram como peça importante para a realização de diversos estudos com base empírica. Este artigo teve como objetivo apresentar detalhadamente como se deu a construção do banco de dados do MFCap e os critérios metodológicos utilizados.

Trata-se de projeto de pesquisa que há quatro anos se desenvolve, com aperfeiçoamento do rigor metodológico e compartilhamento das diretrizes do movimento “Open Science”, que atribui valor à transparência das produções

³⁰ Para mencionada iniciativa, o MFCap conta com a parceria da UFMG.

científicas, de forma a garantir a integridade e confiabilidade dos resultados, facilitando a sua replicabilidade. Em atenção às ditas diretrizes do movimento Open Science, inclusive, é que se produz este artigo, no qual intentou-se descrever, ainda que de forma breve, a metodologia criada pelo MFCaP.

Acreditam os autores que o conhecimento de aspectos metodológicos serve de potencial exemplo para futuras pesquisas empíricas correlatas em outros reguladores e para identificar o “direito em contexto” a partir do trabalho com os dados.

Referências

BRANTING, L. Karl. *Reasoning with Rules and Precedents: A Computational Model of Legal Analysis*. Dordrecht: Springer Netherlands, 2000.

CARVAJAL, Ana; ELLIOTT, Jennifer, The Challenge of Enforcement in Securities Markets: Mission Impossible? *IMF Working Paper 09/168*, 2009. Disponível em: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2009/wp09168.pdf>.

FADANELLI, Vinícius Kruger Chalub. *Termos de compromisso em processo administrativo sancionador da Comissão de Valores Mobiliários*. Dissertação de Mestrado apresentada à Universidade de São Paulo, 2013.

HANSON, F. Allan. From key numbers to keywords: how automation has transformed the law. *Law Library Journal*, v. 94, p. 563-600, 2002.

MACHADO, Maíra Rocha. Contra a departamentalização do saber jurídico: contribuições dos estudos de caso para o campo do direito e desenvolvimento. In: SILVEIRA, Vladmir Oliveira da; SANCHES, Samyra Naspolini; COUTO, Monica Bonetti Couto (Org.). *Direito e Desenvolvimento no Brasil do Séc. XIX*. Brasília: IPEA, Conpedi 2013.

MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Direito dos Valores Mobiliários*. Vol. 1. Rio de Janeiro: FGV, 2015.

PALMA, Juliana Bonacorsi de. *Atuação Administrativa Consensual: Estudo dos acordos substitutivos no processo administrativo sancionador*. Dissertação de Mestrado apresentada à Universidade de São Paulo, 2010.

PRADO, Viviane Muller; CAVALLI, Marcelo; RACHMAN, Nora; VILELA, Renato. *Insider Trading: normas, instituições e mecanismos de combate no Brasil*. 2. ed. Belo Horizonte: Arraes, 2020.

PRADO, Viviane Muller; DUTRA, Marcos Galileu Lorena. A Lei nº 13.506/2017 e os desafios na transição para a nova dosimetria da pena: estudo dos julgamentos da CVM em 2021. In: *Processo Administrativo Sancionador*, 2023.

PRADO, Viviane Muller; VILELA, Renato. Indenização de Investidores por Termo de Compromisso. In: YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (Coord.). *Processo Societário II*. Vol. 2. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

PRADO, Viviane Muller *et al.* *Além dos Números da CVM. Enforcement* no Mercado de Capitais Brasileiro. 2021. Disponível em: https://www.mfcap-fgv.com.br/_files/ugd/b5264b_e370b0d077c4418eb935b08d7dca091a.pdf.

ROWLEY, Jennifer. The wisdom hierarchy: representations of the DIKW hierarchy. *Journal of Information Science*, v. 33, n. 2, p. 163-180, 2007.

YAZBEK, Otavio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

Informação bibliográfica deste texto, conforme a NBR 6023:2018 da Associação Brasileira de Normas Técnicas (ABNT):

NANI, Ana Paula Ribeiro; DUTRA, Marcos Galileu Lorena; SANTOS, Ezequiel Fajreldines; PRADO, Viviane Muller. Metodologia de pesquisa empírica para a análise da atividade sancionadora da CVM. *A&C – Revista de Direito Administrativo & Constitucional*, Belo Horizonte, ano 24, n. 96, p. 209-226, abr./jun. 2024. DOI: 10.21056/aec.v24i96.1891.
