

**REVISTA SEMESTRAL DE
DIREITO EMPRESARIAL**

Nº 38

Publicação do Departamento de Direito Comercial e do Trabalho
da Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro

Rio de Janeiro
Janeiro / Junho de 2026

Publicação do Departamento de Direito Comercial e do Trabalho da Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro

EDITORES: Sérgio Campinho (Graduação, UERJ, Brasil) e Mauricio Moreira Menezes (Doutor, UERJ, Brasil).

CONSELHO EDITORIAL: Alexandre Ferreira de Assumpção Alves (Doutor, UERJ, Brasil), Ana Frazão (Doutora, UNB, Brasil), Antônio José Avelãs Nunes (Doutor, Universidade de Coimbra, Portugal), Carmen Tiburcio (Doutora, UERJ, Brasil), Fábio Ulhoa Coelho (Doutor, PUC-SP, Brasil), Jean E. Kalicki (Doutor, Georgetown University Law School, Estados Unidos), John H. Rooney Jr. (Doutor, University of Miami Law School, Estados Unidos), Jorge Manuel Coutinho de Abreu (Doutor, Universidade de Coimbra, Portugal), Luiz Edson Fachin (Doutor, UFPR, Brasil), Marie-Hélène Monsérié-Bom (Doutora, Université Paris 2 Panthéon-Assas, França), Paulo Fernando Campos Salles de Toledo (Doutor, USP, Brasil), Peter-Christian Müller-Graff (Doutor, Ruprecht-Karls Universität Heidelberg, Alemanha) e Werner Ebke (Doutor, Ruprecht-Karls-Universität Heidelberg, Alemanha).

CONSELHO EXECUTIVO: Carlos Martins Neto (Doutor, UERJ, Brasil) e Mariana Pinto (Doutora, UERJ, Brasil) - Coordenadores. Daniela da Costa Fernandes (Mestrado em Andamento, UERJ, Brasil) Guilherme Vinseiro Martins (Doutor, UFMG, Brasil), Leonardo da Silva Sant'Anna (Doutor, FIOCRUZ, Brasil), Livia Ximenes Damasceno (Mestre, Centro Universitário Christus, Brasil), Mariana Campinho (Mestre, Columbia Law School, Estados Unidos), Mariana Pereira (Pós-graduada, UERJ, Brasil), Mauro Teixeira de Faria (Doutor, UERJ, Brasil), e Rodrigo Cavalcante Moreira (Mestre, UERJ, Brasil).

PARECERISTAS DESTES NÚMEROS: Carlos Eduardo Koller (Doutor, PUC-PR, Brasil), Karlo Fonseca Tinoco (Doutor, Université de Strasbourg, França), Erika Ferraz (Mestre, USP, Brasil), Caroline da Rosa Pinheiro (Doutora, IFRJ, Brasil), Tatiana Alves (Doutora, UERJ, Brasil), Felipe Albuquerque (Doutor, UERJ, Brasil), Jacques Labrunie (Doutor, PUC-SP, Brasil), Raphaela Magnino Rosa Portilho (Doutora, UERJ, Brasil), Thalita Almeida (Doutora, UERJ, Brasil), Vitor Willcox (Doutor, UERJ, Brasil), Vitoria Neffa (Mestre, USP, Brasil), Carolina Uzeda (Doutora, UFBA, Brasil) e Gisele Welsch (Doutora, IDP-PR, Brasil).

Contato: Av. Rio Branco, nº 151, grupo 801, Centro – Rio de Janeiro-RJ. CEP: 20.040-006. E-mail: rsde@rsde.com.br ou conselho.executivo@rsde.com.br. Telefone (21) 3479-6100.

PATROCINADORES:



ISSN 1983-5264

CIP-Brasil. Catalogação-na-fonte
Sindicato Nacional dos Editores de Livros, RJ.

Revista semestral de direito empresarial. — n° 38 (janeiro/junho 2026)
. — Rio de Janeiro: Renovar, 2007-.

v.

UERJ
Campinho Advogados
Moreira Menezes, Martins Advogados

Semestral

1. Direito — Periódicos brasileiros e estrangeiros.

94-1416.

CDU — 236(104)



Obra Licenciada em Creative Commons
Atribuição - Uso Não Comercial - Compartilhamento
pela mesma Licença

ENTRE O ESTADO E O MERCADO: UM ESTUDO EMPÍRICO SOBRE O COMPORTAMENTO DECISÓRIO NO CRSFN¹

BETWEEN THE STATE AND THE MARKET: AN EMPIRICAL STUDY ON DECISION-MAKING BEHAVIOR IN THE CRSFN

*Pedro Castelar**

*Laura Oliboni***

Resumo: Este artigo analisa empiricamente as decisões do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (CRSFN), órgão paritário vinculado ao Ministério da Fazenda, responsável por julgar recursos contra decisões sancionatórias da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). A pesquisa emprega abordagem quantitativo-descritiva e inferencial, baseada em acórdãos publicados entre 2021 e 2025, para testar a hipótese de que a origem institucional dos conselheiros – privada ou pública – não influencia seus padrões de voto em relação à manutenção ou reforma das decisões da CVM. A pesquisa examina também aspectos complementares do processo deliberativo, como o uso do voto de qualidade da Presidência e a reversão de decisões por categoria de infração. Os resultados indicam uma associação estatisticamente significativa entre origem institucional e resulta-

¹ Artigo recebido em: 27.02.2026 e aceito em: 31.07.2026.

Os autores agradecem o Prof. Armando Castelar pelas valiosas contribuições na análise estatística das amostras coletadas. Eventuais imprecisões ou erros remanescentes são de inteira responsabilidade dos autores.

* Doutorando na FGV Direito Rio e Mestre (LL.M.) pela New York University School of Law. Advogado no Brasil e em Nova Iorque. Chefe de Gabinete da Presidência da Comissão de Valores Mobiliários - CVM (2022-2025). Professor convidado em cursos de Graduação e Pós-Graduação da FGV Direito Rio e do Ibmecc. E-mail: pedro.pinhoiro.1@fgv.edu.br.

** Mestranda em Direito da Regulação na Fundação Getúlio Vargas – FGV Direito Rio. Pesquisadora no Centro de Estudos Avançados sobre Regulação do Sistema Financeiro Nacional (NEASF/FGV Direito Rio). *Research Intern* no Cambridge Centre for Alternative Finance (CCAF), Universidade de Cambridge. E-mail: laura.oliboni@hotmail.com.

do do voto: conselheiros indicados por entes públicos apresentam maior propensão agregada à manutenção das decisões da CVM, enquanto conselheiros indicados por entidades privadas demonstram maior frequência relativa de reversões. Todavia, a pesquisa não apontou a existência de padrões consistentes de polarização decisória relacionada à origem dos conselheiros. Este trabalho contribui para o entendimento do regime sancionador do mercado de capitais brasileiro.

Palavras-chave: Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. Comissão de Valores Mobiliários. Processo administrativo sancionador. Recurso administrativo. Processo deliberativo. Polarização decisória. Voto de qualidade.

Abstract: This article presents an empirical analysis of Brazil's National Financial System Appeals Council (CRSFN) rulings, a parity-based body under the Ministry of Finance responsible for reviewing sanctioning decisions issued by the Brazilian Securities and Exchange Commission (CVM). Using a quantitative-descriptive and inferential approach, based on rulings published between 2021 and 2025, the study tests the hypothesis that the institutional origin of council members – private or public – does not influence their voting patterns with respect to the upholding or reversal of CVM's decisions. The research also examines complementary aspects of the deliberative process, such as the use of the President's casting vote and the reversal of decisions by type of wrongdoing. The findings indicate a statistically significant association between institutional origin and voting outcome: members appointed by public entities show a higher aggregate propensity to uphold CVM decisions, whereas members appointed by private entities exhibit a relatively higher frequency of reversals. However, the research did not identify consistent patterns of decision-making polarization associated with the members' institutional origin. This study contributes to a better understanding of the sanctioning regime in Brazil's capital markets.

Keywords: National Financial System Appeals Council. Securities and Exchange Commission. Sanctioning administrative proceed-

ing. Administrative proceeding review. Deliberative process. Decision-making polarization. Casting vote.

Sumário: Introdução. 1. Metodologia. 1.1. Abordagem metodológica, objetivos e coleta de dados. 1.2. Classificação dos Conselheiros quanto à origem pública ou privada. 1.3. Categorização das infrações. 2. Pesquisa. 2.1. Panorama geral dos resultados e principais achados da pesquisa. 2.2. Análise sobre a origem dos conselheiros. 2.3. Análise sobre o objeto do recurso. 2.4. Análise sobre as categorias de infração objeto dos processos. 2.5. Análise sobre as decisões dos recursos e seus fundamentos. 2.6. Análise sobre o alinhamento decisório com as deliberações do Colegiado. 2.7. Análise sobre o uso do voto de qualidade do Presidente. 2.8. Análise sobre a revisão da dosimetria adotada pelo CRSFN. Conclusão.

Introdução.

O mercado de capitais brasileiro alcançou um volume superior a R\$50 trilhões de reais, com mais 92 mil agentes regulados.² Diante dessa dimensão e da complexidade do mercado sob supervisão da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), a existência de um sistema sancionador adequado³ mostra-se relevante para coibir irregularidades e assegurar a integridade do mercado e a proteção dos

2 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). *Boletim Econômico da CVM: nº 108 – 4º trimestre de 2025*. Rio de Janeiro: CVM, 2025. Disponível em: https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/boletins/boletim-economico/2512_cvm_boletim_economico_108.pdf/view. Acesso em: 9 fev. 2026.

3 BRASIL. Controladoria-Geral da União. *Relatório de Avaliação nº 1267897: Comissão de Valores Mobiliários – CVM: exercício 2022*. Rio de Janeiro: CGU, 2024. p. 4.

investidores. Em 2024, as multas impostas pela autarquia ultrapassaram R\$ 1 bilhão, permanecendo em curso 828 processos com potencial sancionador em tramitação na CVM.⁴

Nesse contexto, o Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (CRSFN) desempenha uma função estratégica: revisar, em última instância administrativa, as decisões sancionatórias da CVM. Suas deliberações não apenas definem o destino de processos individuais, mas moldam os contornos do *enforcement* regulatório no mercado de capitais brasileiro.

O CRSFN é um órgão colegiado integrante da estrutura do Ministério da Fazenda, responsável por julgar recursos contra decisões sancionatórias proferidas por entidades como a CVM, o Banco Central do Brasil (BCB), a Secretaria de Comércio Exterior (Secex) e o Conselho de Controle de Atividades Financeiras (COAF), nos termos do art. 2º do Decreto nº 9.889/2019. O CRSFN atua, portanto, como instância administrativa final de processos administrativos sancionadores no Sistema Financeiro Nacional (SFN).

No âmbito do mercado de capitais, após a edição da Portaria nº 68/2016⁵ pelo Ministro da Fazenda, que extinguiu os recursos de ofício em decisões absolutórias, somente as decisões condenatórias passaram a ser passíveis de recurso ao CRSFN.⁶ Por sua vez, as

4 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). *Relatório de Atividade Sancionadora da CVM – 3º trimestre de 2025: versão resumida*. Rio de Janeiro: CVM, 2025. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/relatorios/relatorio-de-atividade-sancionadora/relatorio-de-atividade-sancionadora-cvm-2025-3o-trimestre-versao-resumida-pdf.pdf/view>. Acesso em: 22 dez. 2025.

5 Note que o art. 51 da referida portaria estabeleceu um período de transição, por meio do qual estabeleceu-se o julgamento pelo CRSFN dos recursos contra decisões proferidas até 27/02/2016.

6 Além disso, é importante mencionar a existência de outros instrumentos para solução de processos administrativos sancionadores no âmbito da CVM, incluindo o termo de compromisso (art. 11, §5º da Lei nº 6.385/76, regulamentado no art. 80 e seguintes da Resolução CVM nº 45/2021) e o acordo administrativo em processo de supervisão (art. 30 combinado com art. 34 da Lei nº 13.506/2017, regulamentado no art. 92 e seguintes da Resolução CVM nº 45/2021).

deliberações do CRSFN são tomadas por maioria,⁷ tendo o Presidente do CRSFN o voto de qualidade em caso de empate.⁸

O CRSFN segue o modelo paritário e é composto por oito membros titulares e oito suplentes: (i) quatro titulares e quatro suplentes indicados por órgãos públicos, sendo dois pelo Ministério da Fazenda (MF), um pelo BCB e um pela CVM; e (ii) quatro titulares e quatro suplentes por entidades privadas do mercado financeiro e de capitais.⁹ As entidades privadas habilitadas à indicação são determinadas por Portaria do MF, a partir de critérios de representatividade e de credenciamento.¹⁰

Diante dessa relevância, já foram realizados estudos empíricos examinando as decisões do CRSFN e seus efeitos sobre a efetividade do *enforcement* da CVM,¹¹ e diferentes autores já se posicionaram sobre vantagens¹² e desvantagens¹³ da existência do CRSFN, bem como propondo aprimoramentos em sua estrutura.¹⁴

7 BRASIL. *Decreto nº 9.889, de 27 de junho de 2019*. Art. 8º, *caput*.

8 *Ibidem*, Art. 8º, § 4º.

9 *Ibidem*, Art. 3º.

10 Atualmente, a *Portaria Normativa MF nº 1.560/2023* dispõe sobre a distribuição de assentos entre as entidades representativas dos mercados financeiro e de capitais no Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional - CRSFN, a indicação e seleção de seus conselheiros, e sobre a organização e funcionamento do Comitê de Avaliação e Seleção de Conselheiros do CRSFN - CAS-CRSFN

11 Nesse sentido, cite-se, por exemplo: (i) FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS – FGV DIREITO SP. *Como decide o Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (CRSFN): relatório de pesquisa*. São Paulo: FGV Direito SP, 2023. Disponível em: <https://repositorio.fgv.br/server/api/core/bitstreams/e7ac901a-4d56-4485-945f-96fe569d8797/content>. Acesso em: 23 out. 2025; e (ii) FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS – FGV DIREITO SP. *Enforcement no Mercado de Capitais: Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (CRSFN)*. São Paulo: FGV Direito SP, 2023. Disponível em: <https://direitosp.fgv.br/projetos-de-pesquisa/enforcement-no-mercado-capitais-conselho-recursos-sistema-financeiro-nacional>. Acesso em: 23 out. 2025.

12 GOLDSTEIN, Sergio Mychkis, Apontamentos sobre o regimento interno do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*, São Paulo, ano 4, n. 13, jul./set. 2001, p. 104 – 116.

13 Nesse sentido, veja: (i) MOSCOGLIATO, Marcelo. O Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. *Revista do Instituto dos Advogados de São Paulo*, São Paulo, nº 08/2001. (ii)

Apesar disso, permanecem pouco exploradas¹⁵ investigações acadêmicas sobre a composição paritária do CRSFN, isto é, a existência de igual número de representantes da administração pública federal e da iniciativa privada,¹⁶ e os possíveis efeitos desse arranjo. Portanto, questões relativas à distribuição de assentos entre as entidades, aos critérios de indicação e avaliação dos conselheiros e aos efeitos da representação híbrida nas decisões do órgão constituem áreas férteis para estudos acadêmicos.

A presente pesquisa busca preencher parte dessa lacuna: testar empiricamente a inexistência de polarização decisória no CRSFN, examinando se a origem institucional dos conselheiros – pública ou privada – se associa a padrões distintos de voto, notadamente quanto à manutenção ou reforma das decisões da CVM.

A hipótese consiste em que a origem institucional do conselheiro não influencia sua orientação decisória, de modo que não há uma tendência de conselheiros de origem pública votarem pelo não provimento dos recursos ou dos conselheiros de origem privada votarem pelo provimento dos recursos.

Além desse objetivo principal, a pesquisa também investiga aspectos complementares do processo deliberativo do CRSFN, com o intuito de oferecer uma visão mais abrangente de seu funcionamento institucional. Em particular, pretende-se:

SADDI, Jairo. Reformando o Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. In: *Aspectos atuais do direito do mercado financeiro e de capitais*. São Paulo, 1999. v. 2, p. 47-63.

14 Veja, por exemplo: (i) SADDI, Jairo. Reformando o Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional. In: *Aspectos atuais do direito do mercado financeiro e de capitais*. São Paulo, 1999. v. 2, p. 47-63; (ii) EIZIRIK, Nelson. O Colegiado da CVM e o CRSFN como juízes administrativos: reflexões e revisão. *Revista de Direito Bancário e Mercado de Capitais*, São Paulo, v. 34, out./dez. 2006.

15 FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS – FGV DIREITO SP. *Enforcement no Mercado de Capitais: Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (CRSFN)*. São Paulo: FGV Direito SP, 2023. p. 7.

16 BRASIL. *Decreto Federal nº 9.889, de 27 de junho de 2019*. Art. 2º.

- (i) identificar eventuais tendências de reversão de decisões conforme a categoria de infração analisada, verificando se determinados tipos de ilícitos apresentam maior probabilidade de provimento dos recursos; e
- (ii) analisar as hipóteses em que há utilização do voto de qualidade do Presidente, buscando compreender em que situações esse mecanismo é acionado e se revela algum padrão de utilização.

O presente trabalho está dividido em quatro seções, incluindo essa Introdução. Na segunda seção, será descrita a metodologia desenvolvida para realização deste trabalho e da pesquisa realizada. Na terceira seção será feita a análise dos resultados encontrados com a pesquisa realizada. Por fim, a quarta seção conclui.

1. Metodologia.

1.1. Abordagem metodológica, objetivos e coleta de dados.

A presente pesquisa adota uma abordagem empírica quantitativo-descritiva e inferencial, com base em dados primários coletados diretamente no endereço eletrônico do CRSFN¹⁷ em relação aos recursos movidos em face de decisões condenatórias no âmbito da CVM entre o período de 01/01/2021 e 16/07/2025.

Os dados foram obtidos por meio da coleta direta e análise das informações publicadas no site oficial do CRSFN, nas seções dedicadas a “Ata” e “Acórdão”, que disponibiliza o extrato da ata e o inteiro teor das decisões proferidas, respectivamente.¹⁸

17 BRASIL. Ministério da Fazenda. *Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional – CRSFN*. Disponível em: <https://www.gov.br/fazenda/pt-br/composicao/orgaos/orgaos-colegiados/crsfn>. Acesso em: 22 dez. 2025.

18 BRASIL. Ministério da Fazenda. *Sessões de Julgamento – Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (CRSFN)*. Disponível em: <https://www.gov.br/fazenda/pt-br/composicao/orgaos/orgaos-colegiados/crsfn/servicos/sesoes-de-julgamento>. Acesso em: 22 dez. 2025.

Para os fins desta pesquisa, adotou-se como unidade observável o conceito de *ocorrência decisória*. Considera-se ocorrência decisória cada manifestação do CRSFN relativa a um determinado objeto de recurso (*e.g.*, mérito ou questões processuais), com resultado específico (*e.g.*, provimento, não provimento ou parcial provimento) e fundamentação própria, ainda que inserida no âmbito de um mesmo processo administrativo e referente a mais de um recorrente. Nesse sentido, quando um processo originar manifestações distintas quanto ao objeto do recurso, ao resultado e aos fundamentos adotados pelo Colegiado do CRSFN, cada uma dessas manifestações é tratada como uma ocorrência decisória para fins de análise.

1.2. Classificação dos Conselheiros: Origem Pública ou Privada.

Como visto acima, o CRSFN é composto com igual número de representantes da administração pública federal e da iniciativa privada. Nesse contexto, para realização da pesquisa, foi necessário classificar os conselheiros. Inicialmente, foram identificados todos os membros do CRSFN que atuaram no período analisado (*i.e.*, 01/01/2021 e 16/07/2025).¹⁹

Posteriormente, identificaram-se os entes que realizaram as respectivas indicações dos conselheiros, que foram classificados como público ou privado de acordo com a natureza da entidade a qual está vinculado(a):

- (i) Categoria A – Origem pública: conselheiros indicados por entes da administração pública federal.
- (ii) Categoria B – Origem privada: conselheiros

19 BRASIL. Ministério da Fazenda. *Conselheiros – Galeria do Conselho – Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (CRSFN)*. Disponível em: <https://www.gov.br/fazenda/pt-br/composicao/orgaos/orgaos-colegiados/crsfn/acesso-a-informacao/institucional/galeria-do-conselho/conselheiros>. Acesso em: 22 dez. 2025.

indicados por entidades representativas do mercado financeiro e de capitais, de natureza privada.

1.3. Categorização das infrações.

Inspirado na metodologia adotada pela FGV Direito SP,²⁰ estabeleceu-se uma classificação padronizada dos ilícitos apreciados pelo CRSFN nos recursos interpostos contra decisões sancionatórias da CVM.²¹ A partir dessa classificação, examinou-se se determinados tipos de ilícitos estão mais sujeitos à reforma, manutenção ou divergência entre os conselheiros.

2. Pesquisa.

Este capítulo está dividido em oito seções. Inicialmente, apresenta-se uma visão geral dos resultados da pesquisa à luz dos objetivos deste artigo. Em seguida, analisa-se o principal objeto de pesquisa deste trabalho, qual seja, a existência (ou não) de padrão decisório relacionado com a origem institucional do Conselheiro. Na terceira seção é realizada uma análise mais detida dos achados específicos, examinando-se, como ponto de partida, a natureza do objeto do recurso e sua relação com os resultados das decisões. Na sequência é analisado o resultado das decisões à luz das diferentes categorias de infração objeto do processo, seguida da investigação sobre as decisões dos recursos e seus fundamentos. Subsequentemente, é analisado

20 FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS – FGV DIREITO SP. *Enforcement no Mercado de Capitais: Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (CRSFN)*. São Paulo: FGV Direito SP, 2023. p.4.

21 Cada recurso foi enquadrado em uma das seguintes categorias: **(i)** ilícitos de mercado; **(ii)** questões societárias; **(iii)** falhas na prestação de serviços; **(iv)** demonstrações financeiras; **(v)** problemas informacionais; **(vi)** ofertas públicas; **(vii)** administração de carteiras; **(viii)** auditoria independente; e **(ix)** outros.

o alinhamento dos conselheiros nas deliberações tomadas, avaliando-se o grau de decisões tomadas por unanimidade ou maioria. A sétima seção avalia-se o uso do voto de qualidade do Presidente. Por fim, a oitava seção analisa a existência de padrão decisório de acordo com a origem institucional do Conselheiro.

2.1. Panorama geral dos resultados e principais achados da pesquisa.

A pesquisa resultou na identificação de 268 ocorrências decisórias durante o período analisado. Em termos gerais, a análise dessas ocorrências revela um padrão decisório marcado pela predominância do *não provimento* dos recursos, pela frequência elevada de *decisões unânimes* e pela *utilização pontual* do *voto de qualidade* do Presidente.

Do total de ocorrências, 173 (64,55%) resultaram em *não provimento*, 73 (27,24%) em *provimento parcial* e apenas 22 (8,21%) em *provimento integral*, indicando uma atuação revisora predominantemente deferente às decisões sancionatórias da CVM.

Nos julgamentos que resultaram na revisão da decisão de primeira instância, verificou-se uma maior inclinação a ajustes pontuais do que a reformas amplas – o que pode ser demonstrado tanto pelo percentual mais elevado de *provimentos parciais* em relação ao *provimento integral* quanto pela natureza dos provimentos parciais que foram, em sua maioria (38, 52%), pela redução da penalidade entre $\frac{1}{4}$ e $\frac{1}{2}$.

No que se refere à hipótese central da pesquisa, os dados apontam para a existência de uma diferença estatisticamente significativa (i) de que a proporção de votos pelo provimento e não provimento difere entre os conselheiros de origem pública ou privada; e (ii) de associação entre a origem do conselheiro e o resultado do voto. Nesse sentido, os conselheiros indicados por instituições públicas tendem a votar mais pela manutenção da decisão de primeira ins-

tância, quando comparado com os conselheiros indicados por instituições privadas.

Todavia, não parece ser possível afirmar a princípio que (i) a origem institucional do conselheiro define a forma de voto; (ii) existe uma polarização decisória evidente associada à origem institucional dos conselheiros; ou (iii) há uma coordenação entre os blocos de conselheiros de acordo com a origem de sua indicação.

Quanto aos objetivos complementares, os dados coletados evidenciam que as tendências de reversão variam conforme a categoria de infração, sendo mais frequentes, em especial no caso de provimento parcial de recursos, em infrações relacionadas com *problemas informacionais*, *questões societárias* e *ilícitos de mercado*. De outro lado, infrações relacionadas com *auditoria independente* e *demonstrações financeiras* apresentam maior taxa de manutenção das decisões recorridas.

Em relação ao voto de qualidade do Presidente, os dados indicam que tal prerrogativa foi utilizada em 9,70% das ocorrências, concentrando-se majoritariamente (21 casos, cerca de 70%) em decisões pelo *não provimento*, especialmente em *ilícitos de mercado*. Nota-se, portanto, que o voto de qualidade é utilizado como mecanismo de desempate especialmente para manutenção das decisões de primeira instância (e não como instrumento recorrente de reforma das decisões da CVM).

2.2. Análise sobre a origem dos conselheiros.

A análise dos votos proferidos pelos conselheiros segundo sua origem institucional (*i.e.*, pública ou privada) revela a existência de diferença agregada entre os padrões decisórios de conselheiros indicados por instituições públicas e privadas.

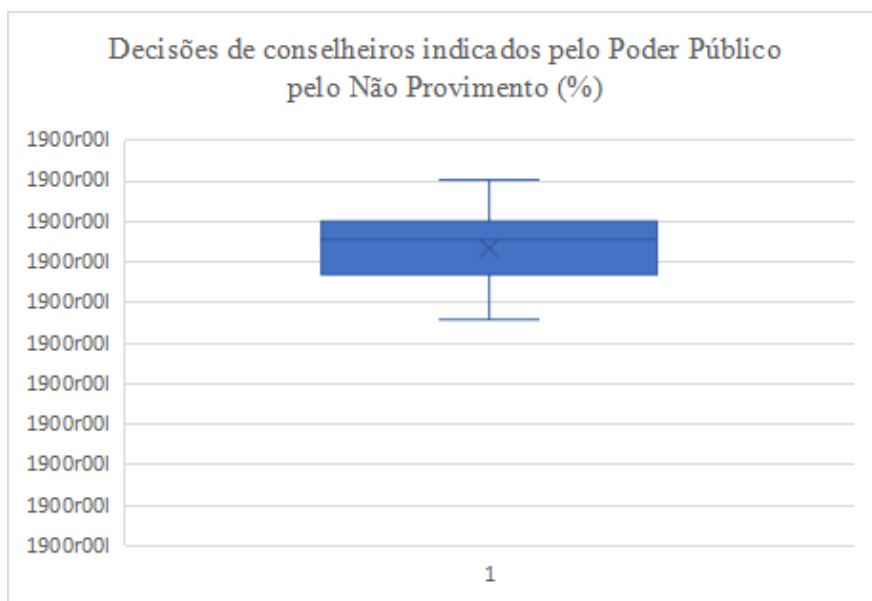
Tabela 1 – Distribuição das decisões

Decisão	Instituição		Total
	Pública	Privada	
Provimento	283	455	738
Não Provimento	782	548	1330
Total	1065	1003	2068

Fonte: Elaborada pelos autores (2026)

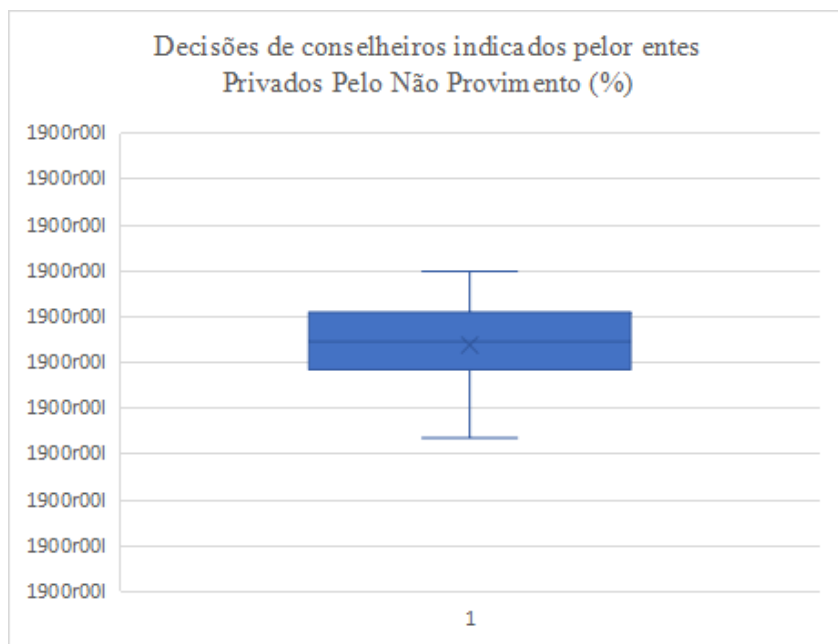
Os conselheiros indicados por *entes públicos* votaram pelo *provimento* ou *parcial provimento* em 26,57% de seus votos, enquanto conselheiros de *origem privada* o fizeram em 45,36%. Em relação ao *não provimento*, os votos de conselheiros indicados por *entes privados* equivaleram a 73,43% enquanto os de *origem pública* equivaleram a 54,64%.

Gráfico 1 – *Boxplot* Poder Público



Fonte: Elaborada pelos autores (2026)

Gráfico 2 – *Boxplot* Entes Privados



Fonte: Elaborada pelos autores (2026)

Com base nos *boxplots*, no grupo dos conselheiros indicados pelo poder público, a distribuição do percentual de votos pelo *não provimento* é mais elevada e concentrada em patamares altos, com mediana situada aproximadamente entre 70% e 80%, além de um intervalo interquartil relativamente estreito, o que sugere maior homogeneidade e uma tendência mais firme à confirmação das decisões da CVM.

Já entre os conselheiros indicados por entes privados, a mediana do percentual de votos pelo *não provimento* é sensivelmente menor, em torno de 50% a 55%, acompanhada de maior dispersão relativa, indicando comportamento decisório mais variado e, em média, menor propensão a manter as decisões recorridas.

Para verificar se a discrepância observada entre os percentuais de não provimento poderia decorrer de mera flutuação aleatória,

aplicaram-se dois testes estatísticos distintos e complementares: o teste de diferença entre proporções e o teste qui-quadrado de independência.²²

No primeiro, as decisões de cada grupo de conselheiros compõem uma amostra diferente de variáveis aleatórias binárias (não provimento = 1; provimento = 0), sendo as duas amostras aleatórias independentes uma da outra. Nesse sentido, as médias de não provimento em cada grupo são comparadas, sendo a hipótese nula aquela em que a probabilidade de não provimento é a mesma para conselheiros de origem pública e privada²³. Considerando o significativo número de observações em ambos os grupos, utilizou-se a aproximação normal para a estatística de teste.

O resultado obtido levou à rejeição da hipótese nula ao nível de significância de 1%, indicando que a diferença observada dificilmente seria produzida pelo acaso caso as probabilidades fossem idênticas.

Como verificação adicional, aplicou-se o teste qui-quadrado de independência. Esse teste examina diretamente se há independência estatística entre duas variáveis categóricas (i.e., a origem institucional do conselheiro e o resultado do voto).²⁴ A hipótese nula sustenta que a distribuição de provimentos e não provimentos seria proporcionalmente similar nos dois grupos. Também nesse caso a estatística calculada superou o valor crítico correspondente a um grau de liberdade, conduzindo à rejeição da hipótese de independência.²⁵

22 RICE, John A. *Mathematical statistics and data analysis*. 2. ed. [S. l.]: Duxbury Press, 1995. p. 388-392.

23 $H_0: p_1 = p_2$.

24 $X^2 = \sum_{i=1}^2 \sum_{j=1}^2 \frac{(O_{ij} - E_{ij})^2}{E_{ij}}$. Onde O_{ij} são os valores observados e E_{ij} são os valores estimados para o caso em que as duas variáveis são independentes. Ou, mais diretamente, $E_{ij} = \frac{n_{i.} n_{.j}}{n}$.

25 Aplicando-se a fórmula, obtém-se $X^2 = 79,5$. Este valor é significativamente mais alto que valores críticos tirados da distribuição chi-quadrado com um grau de liberdade.

Em termos substantivos, ambos os testes convergem para a mesma conclusão: há associação estatisticamente significativa entre origem institucional e resultado do voto.

Esse contraste sugere que conselheiros indicados por entes privados tendem, em termos agregados, a votar com maior frequência pela reversão das decisões da CVM do que aqueles indicados pelo Poder Público, ainda que a sobreposição parcial das distribuições indique que essa diferença se manifesta como tendência estatística, e não como regra absoluta de comportamento individual.

Todavia, a análise individual dos conselheiros revela forte heterogeneidade interna em ambos os grupos. Há conselheiros de origem pública com elevada taxa de votos favoráveis aos recorrentes (cerca de 58% no caso de um dos conselheiros analisados) e conselheiros de origem privada com comportamento marcadamente confirmatório (chegando a quase 85%, por exemplo). Nesse sentido, apesar da tendência apresentada pela mediana, a heterogeneidade somada à elevada incidência de decisões unânimes e de maiorias compostas por conselheiros de origens distintas indica que a entidade indicante não constitui um eixo dominante de coordenação decisória.

Essa conclusão é reforçada quando se observa o comportamento dos conselheiros por objeto do processo. Em praticamente todos os temas analisados, os votos favoráveis e desfavoráveis distribuem-se entre conselheiros públicos e privados, sem a formação consistente de blocos decisórios homogêneos. Mesmo em matérias com maior taxa de reversão, como problemas informacionais e questões societárias, não se identifica um padrão claro de alinhamento sistemático entre origem institucional e resultado do voto.

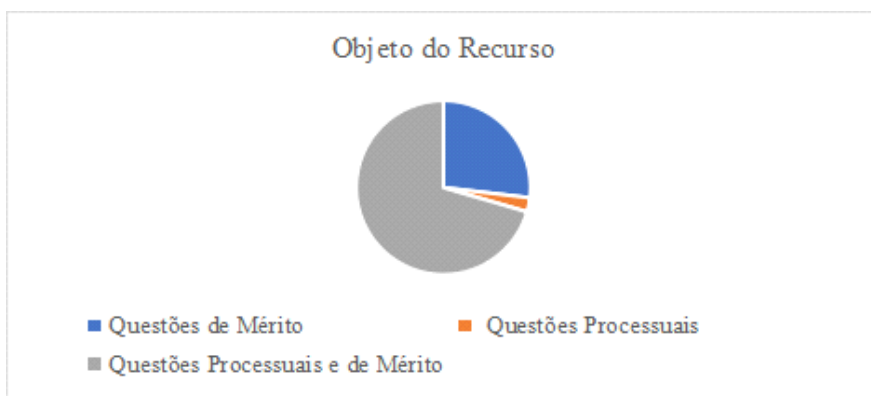
Em conjunto, os achados empíricos indicam que o CRSFN opera como uma instância revisora substantiva, sensível às especificidades do objeto do processo e às circunstâncias do caso concreto, mas marcada por elevada convergência colegiada. Os dados não sustentam a hipótese de polarização decisória simples baseada na origem institucional dos conselheiros. Ao contrário, sugerem um padrão

decisório mais complexo, no qual consenso, deferência técnica seletiva e ajustes graduais de sanção desempenham papel central.

2.3. Análise sobre o objeto do recurso.

No tocante à natureza do objeto do recurso, a análise revela que o CRSFN raramente atua apenas como instância de controle formal. A maioria das ocorrências (188; 70,52%) envolveu simultaneamente questões de *mérito* e *processuais*, enquanto apenas 72 abordaram exclusivamente questões de mérito (26,87%) e somente 7 (2,62%) trataram exclusivamente de *questões processuais*. Tal relação pode ser visualizada no gráfico abaixo:

Gráfico 3 – Distribuição de recursos por objeto



Fonte: Elaborada pelos autores (2026)

Ao cruzarmos a natureza do objeto do recurso e o resultado das decisões, nota-se que prevalecem decisões pelo *não provimento* em recursos com todos os objetos. Em recursos que combinam questões de *mérito* e *processuais*, 65,1% (123) foram pelo *não provimento* enquanto 27,5% (52) e 7,4% (14) foram pelo *provimento parcial* e pelo *provimento integral*, respectivamente.

Já nos recursos fundados exclusivamente em questões de *mérito*, embora o *não provimento* também seja predominante (62,5%), há maior incidência de *providimentos parciais* (29,17%), indicando que, quando o debate se concentra no conteúdo material da infração, o CRSFN demonstra maior disposição para realizar ajustes pontuais na decisão sancionadora, sem afastar integralmente o entendimento da autoridade de primeira instância.

Por sua vez, os recursos fundados exclusivamente em *questões processuais* apresentam um padrão decisório distinto. Embora a manutenção da decisão recorrida permaneça predominante (71,43%), observa-se a existência de um número não insignificante de *providimentos integrais* (28,6%), indicando que, quando reconhecido um vício formal, o CRSFN reforma a decisão sancionadora. Em linha com a própria natureza desses recursos, não foram identificados *providimentos parciais*, uma vez que as *questões processuais* tendem a conduzir a soluções binárias, relacionadas à validade ou invalidade do procedimento, e não a ajustes graduais da decisão.

Esse resultado reforça a visão de que a atuação recursal no âmbito do CRSFN é marcada por impugnações substantivas, com uma revisão substantiva sobre o conteúdo das decisões sancionatórias (e não como mero órgão de controle estritamente procedimental).

2.4. Análise sobre as categorias de infração objeto dos processos.

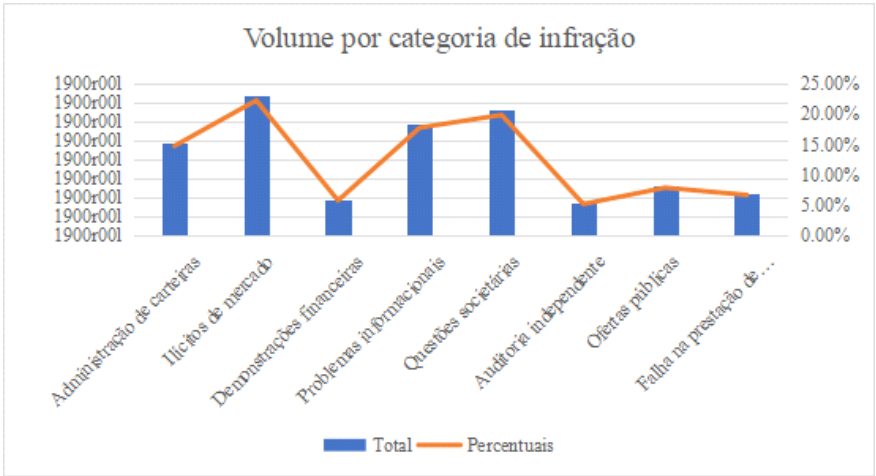
A análise das infrações objeto dos processos evidencia uma distribuição relativamente equilibrada entre diferentes categorias, com destaque para *ilícitos de mercado* (22,29%), *questões societárias* (19,88%) e *problemas informacionais* (17,77%), que, em conjunto, concentram a maior parte das 332 infrações identificadas.²⁶ Em segui-

²⁶ A presença de mais de uma infração em determinados processos explica o número total de infrações superior ao de ocorrências decisórias.

da, aparecem infrações relacionadas com *administração de carteiras* (14,76%), *ofertas públicas* (7,83%) e *falha na prestação de serviços* (6,63%). Em menor incidência aparecem as infrações envolvendo *demonstrações financeiras* (5,72%) e *auditoria independente* (5,12%).

Gráfico 1 – *Boxplot* Poder Público

Gráfico 4 – Volume de decisões por categoria de infração



Fonte: Elaborada pelos autores (2026)

Ao cruzar as categorias de infração com os resultados das decisões, observa-se que o *não provimento* prevalece em todas as categorias, reforçando o padrão geral de manutenção das decisões da CVM.

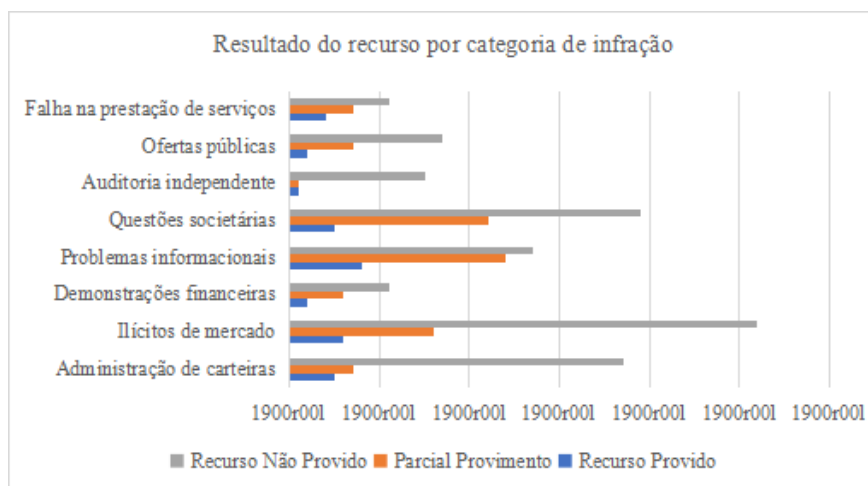
Ainda assim, a propensão à *reforma parcial* varia de forma relevante conforme a categoria de infração. As infrações relacionadas a *problemas informacionais* (40,68%) e *questões societárias* (33,33%) apresentam maior incidência de *provimentos parciais*, sugerindo que essas matérias, não raras vezes sujeitas a avaliações contextuais e subjetivas, oferecem maior espaço para ajustes específicos da decisão sancionadora.

Em contraste, *auditoria independente* (88,24%) e *administração de carteiras* (75,51%) exibem taxas mais elevadas de manutenção das decisões recorridas, indicando maior convergência do Colegiado com o entendimento da autoridade de primeira instância nessas matérias. Exceto em relação às infrações envolvendo *problemas informacionais* (45,76%), a maioria das decisões de todas as demais categorias foram pelo *não provimento* do recurso.

Por sua vez, os *providimentos integrais* são raros em todas as categorias, mas aparecem com maior frequência relativa em infrações relacionadas com *falha na prestação de serviços* (18,18%), *problemas informacionais* (13,56%) e *demonstrações financeiras* (10,53%). Em relação aos *ilícitos de mercado*, apesar do elevado volume de casos (22,29%), a taxa de *provimento integral* é reduzida (8,11%), o que indica maior cautela do CRSFN em afastar integralmente decisões sancionatórias em matérias de alta complexidade técnica.

Em conjunto, os dados apontam que a categoria de infração objeto do recurso influencia a frequência da revisão exercida pelo CRSFN, ainda que sem alterar o padrão predominante de manutenção das decisões da CVM.

Gráfico 5 – Resultado do recurso por categoria de infração



Fonte: Elaborada pelos autores (2026)

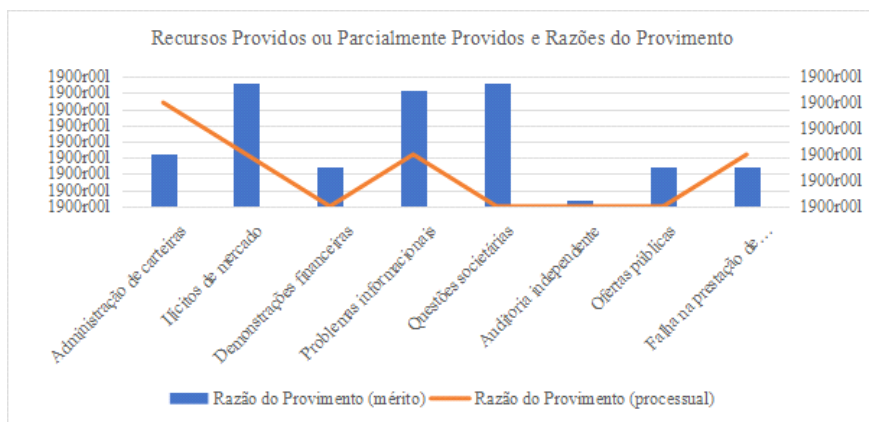
2.5. Análise sobre as decisões dos recursos e seus fundamentos.

Ao cruzarmos os dados sobre a natureza do objeto do recurso (i.e., mérito, processuais ou mérito e processuais) e o resultado das decisões do CRSFN, notamos que o *não provimento* predomina em todas as categorias, sendo mais frequente nos *recursos processuais* (71,43%) e nos recursos que combinam *questões de mérito e processuais* (65,08%). Nos recursos exclusivamente de *mérito*, embora o *não provimento* também seja majoritário (62,5%), observa-se uma maior incidência de *provimento parcial* (29,17%), inexistente nos recursos estritamente *processuais*.

Ao analisarmos mais detidamente os fundamentos para os *provimentos* e *provimentos parciais* de recursos no CRSFN, percebemos que eles decorrem, majoritariamente, de fundamentos de *mérito*, e não de aspectos *processuais*, independentemente da categoria de infração *objeto do processo*.

Esse padrão é particularmente evidente em *ilícitos de mercado*, *problemas informacionais* e *questões societárias*, que concentram os maiores volumes de reforma por *questões de mérito*. As decisões fundadas exclusivamente em *questões processuais* aparecem de forma pontual e residual, destacando-se apenas em infrações envolvendo *administração de carteiras* e *falha na prestação de serviços*, ainda assim em patamares inferiores às decisões baseadas no *mérito*. Em categorias como *auditoria independente*, praticamente não há *incidência de provimentos*, o que indica elevada deferência do Colegiado às decisões da CVM.

Gráfico 6 – Recursos Providos ou Parcialmente Providos
e Razões do Provimento



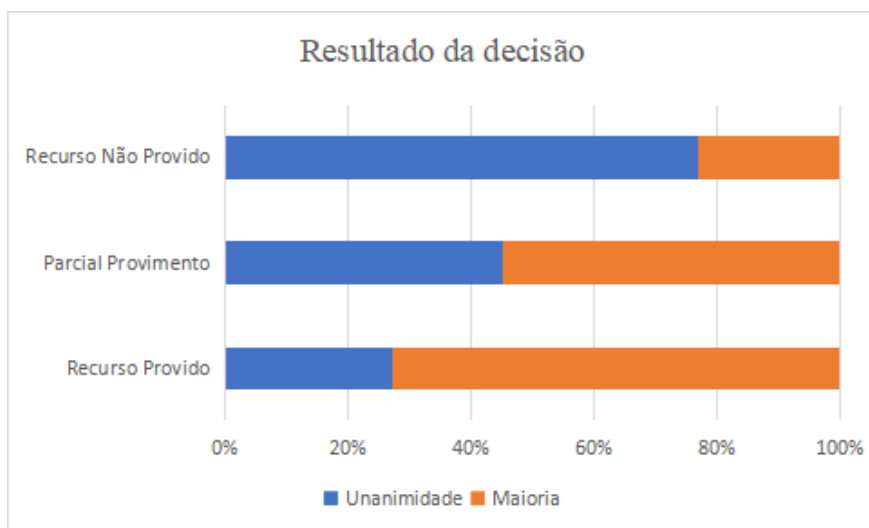
Fonte: Elaborada pelos autores (2026)

Em conjunto, os dados sugerem que a atuação revisora do CRSFN se orienta predominantemente pela reavaliação substantiva das infrações, e não pelo controle formal do procedimento administrativo.

2.6. Análise sobre o alinhamento decisório nas deliberações do Colegiado.

A forma de deliberação do Colegiado também fornece elementos relevantes para a análise do comportamento decisório do CRSFN. Os dados demonstram que 64,5% das ocorrências decisórias foram tomadas por *unanimidade* enquanto 35,5% foram por *maioria*. A elevada taxa de *unanimidade* não se restringe a decisões de *não provimento*, mas também está presente em *decisões de provimento parcial*. Em contraste, os *provimentos integrais* são majoritariamente decididos por *maioria*, o que sugere que reformas completas das decisões da CVM tendem a envolver maior controvérsia e, consequentemente, menor grau de consenso no âmbito do CRSFN.

Gráfico 7 – Resultado da decisão



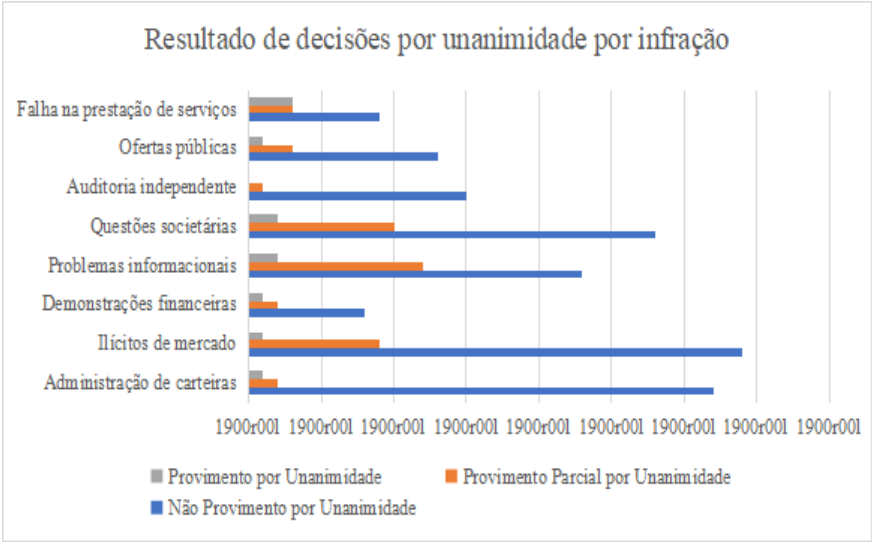
Fonte: Elaborada pelos autores (2026)

Ao analisarmos o resultado da deliberação por categoria de infração, notamos que há uma predominância de decisões tomadas por *unanimidade* em todas as categorias, especialmente nos casos em que a decisão do CRSFN é pelo *não provimento* do recurso. Esse padrão é mais acentuado em infrações envolvendo *ilícitos de mercado* e *administração de carteiras*, que concentram os maiores volumes de decisões unânimes pela manutenção das decisões da CVM. Também se observa elevada *unanimidade* em *questões societárias* e *problemas informacionais*, o que reforça a ideia de forte convergência interna do CRSFN quanto ao entendimento de mérito proferido pela CVM.

Ainda que menos frequentes, decisões unânimes de *providimento parcial* também aparecem de forma relevante, sobretudo em *questões societárias* e problemas informacionais, indicando que ajustes pontuais na decisão sancionadora podem ocorrer sem gerar dissenso entre os conselheiros. Já os *provimentos integrais* por *unanimidade* são residuais em todas as categorias, o que sugere que refor-

mas amplas das decisões da CVM são raras e, quando ocorrem, tendem a envolver maior complexidade ou controvérsia, reduzindo a probabilidade de consenso.

Gráfico 8 – Resultado de decisões por unanimidade por infração



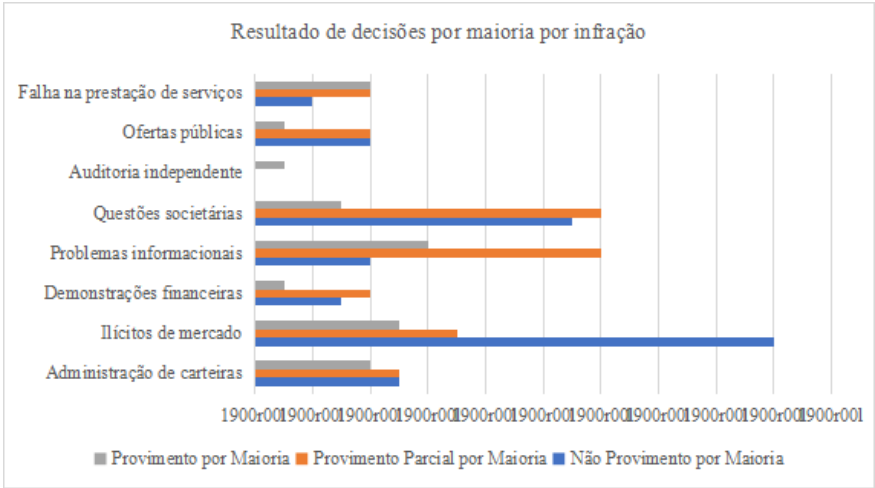
Fonte: Elaborada pelos autores (2026)

As decisões por *maioria* revelam um padrão associado a situações de maior controvérsia. O *não provimento* por maioria destaca-se especialmente nos casos de *ilícitos de mercado*, indicando que, embora a manutenção da decisão da CVM continue sendo o resultado predominante, esse tipo de infração gera maior grau de dissenso entre os conselheiros. Ainda que menos frequente, situação semelhante também é observada em infrações envolvendo *questões societárias*, sugerindo que essas matérias tendem a suscitar debates mais divididos no âmbito do Colegiado.

Os *provimentos parciais* por *maioria* concentram-se sobretudo em *problemas informacionais* e *questões societárias*, o que indica que a divergência decisória emerge com mais frequência quando o julgamento envolve a avaliação da adequação e tempestividade de

informações prestadas ao mercado ou da interpretação sobre a violação de direitos e obrigações societárias. Já os *provimentos integrais* por *maioria*, embora raros, ocorrem com maior frequência do que os *provimentos integrais* por *unanimidade*, conforme discutido acima.

Gráfico 9 – Resultado de Decisões por Maioria por Infração



Fonte: Elaborada pelos autores (2026)

Em conjunto, a comparação entre decisões unânimes e por maioria sugere que o CRSFN opera predominantemente por consenso, ocorrendo dissenso normalmente quando há decisões para o provimento integral do recurso.

2.7. Análise sobre o uso do voto de qualidade do Presidente.

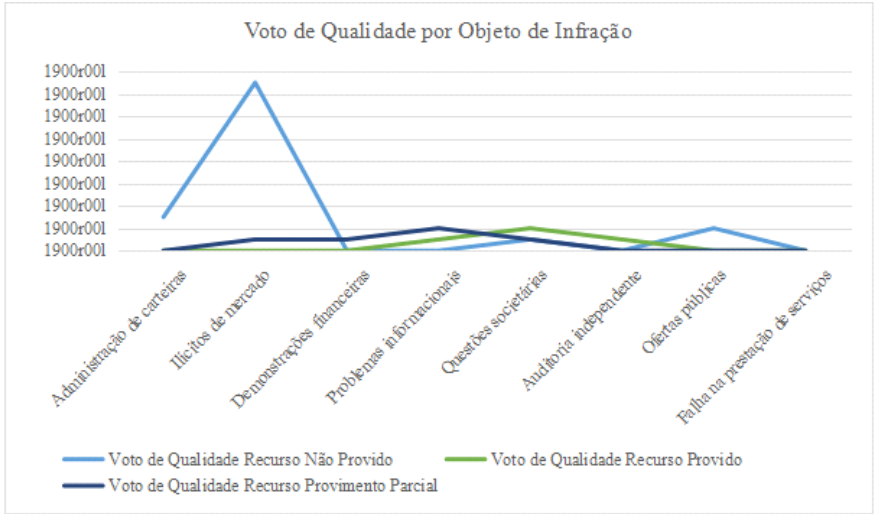
O uso do *voto de qualidade* da Presidência reflete o cenário de prevalência de consenso nas decisões do CRSFN apontado anteriormente. O *voto de qualidade* foi utilizado em apenas 26 ocorrências (9,70%), o que indica que empates decisórios são excepcionais. Além disso, quando utilizado, o *voto de qualidade* foi empregado majorita-

riamente para *não provimento* do recurso (73,08%), sendo menos frequente nos casos de *provimento integral* (11,54%) ou *parcial* (15,38%). Esse padrão sugere que o *voto de qualidade* atua mais como mecanismo residual de manutenção decisória do que como instrumento sistemático de reversão de decisões.

O *voto de qualidade* não se distribui de maneira homogênea entre categorias de infração objeto de recursos ao CRSFN. A incidência mais expressiva ocorre nos *ilícitos de mercado*, sobretudo para manutenção da decisão recorrida (*i.e.*, *não provimento*), indicando que essa categoria reúne os casos de maior dissenso interno no Colegiado.

Em contraste, para as demais categorias de infração, o *voto de qualidade* aparece em número reduzido e de forma mais equilibrada entre *provimento*, *provimento parcial* e *não provimento*. A utilização residual ou inexistente do *voto de qualidade* em categorias como *auditoria independente* e *falha na prestação de serviços* reflete a maior convergência decisória nesses temas.

Gráfico 10 – Voto de Qualidade por Objeto de Infração

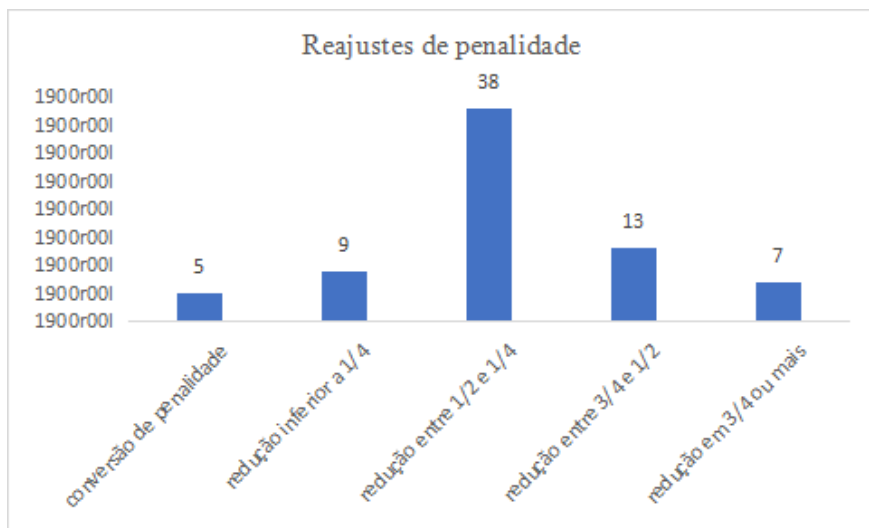


Fonte: Elaborada pelos autores (2026)

2.8. Análise sobre a revisão de dosimetria adotada pelo CRSFN.

A análise das revisões de dosimetria revela um traço importante do comportamento decisório do CRSFN ao permitir uma avaliação do grau de intervenção do Colegiado sobre as penalidades aplicadas por infrações no âmbito do mercado de capitais. Em 73 ocorrências (27,24%), houve ajuste da penalidade, predominantemente por reduções moderadas. A concentração das revisões nas faixas de redução entre 1/2 e 1/4 e entre 3/4 e , aliada à ausência de reduções extremas, indica que o Conselho atua de forma incremental, calibrando a resposta sancionatória sem descaracterizar o juízo de ilicitude formulado pela CVM, conforme demonstrado no gráfico abaixo.

Gráfico 11 – Reajustes de Penalidade



Fonte: Elaborada pelos autores (2026)

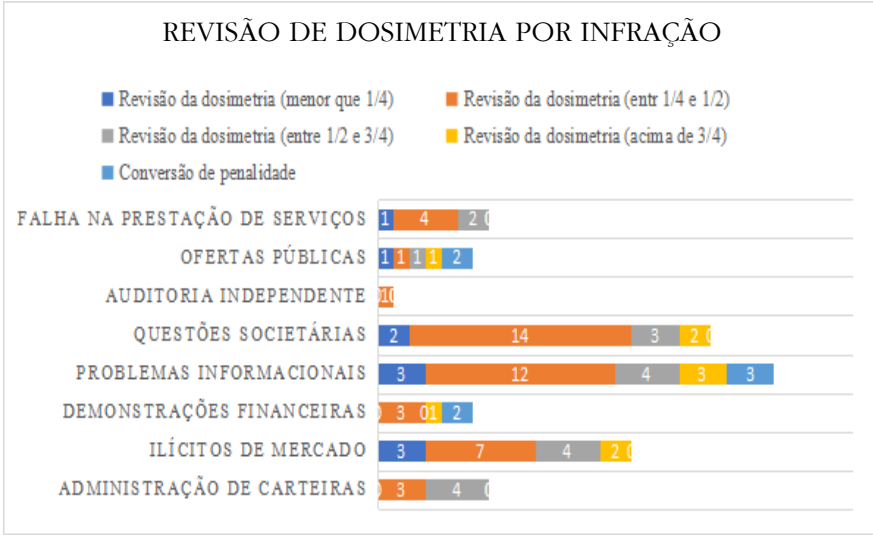
A análise da revisão de dosimetria por infração revela que a atuação do CRSFN na reavaliação das penalidades aplicadas pela CVM concentra-se, de forma mais expressiva, em infrações envolvendo *questões societárias* (17; 23,61%), *problemas informacionais* (15; 20,83%) e *ilícitos de mercado* (11; 15,28%). Há predominância de

reduções intermediárias da penalidade (50; 69,44%), indicando uma postura de correção calibrada, voltada ao ajuste da intensidade sancionadora, e não à sua eliminação.

Em contraste, categorias como *auditoria independente* (1; 1,34%) e *demonstrações financeiras* (2; 2,78%) registram poucas ocorrências de revisão, sugerindo maior deferência do CRSFN à dosimetria fixada pela CVM nesses casos.

A conversão de penalidade aparece de forma pontual, concentrada sobretudo em problemas informacionais e ofertas públicas, o que indica que esse mecanismo é utilizado de maneira excepcional, em contextos específicos.

Gráfico 12 – Revisão de Dosimetria por Infração



Fonte: Elaborada pelos autores (2026)

Sendo assim, os dados sugerem que a revisão de dosimetria pelo CRSFN opera como instrumento de ajuste fino da sanção administrativa, refletindo uma atuação corretiva moderada e seletiva, e não uma revisão ampla ou sistemática das penalidades impostas pela CVM.

Conclusão.

Este artigo analisou empiricamente o comportamento decisório do CRSFN, a partir de 268 ocorrências decisórias extraídas de acórdãos proferidos entre 2021 e julho de 2025. O objetivo central foi testar a hipótese de que a origem institucional dos conselheiros não influencia de forma sistemática sua orientação decisória, especialmente quanto à manutenção ou reforma das decisões sancionatórias da CVM.

No plano inferencial, os testes estatísticos aplicados indicam uma associação estatisticamente significativa entre origem institucional e resultado do voto. Conselheiros indicados por entes públicos apresentam maior propensão agregada à manutenção das decisões da CVM, enquanto conselheiros indicados por entidades privadas demonstram maior frequência relativa de reversões.

Entretanto, a pesquisa não identificou padrões consistentes de polarização decisória associados à origem dos conselheiros. Em ambos os grupos, o não provimento dos recursos constitui o resultado majoritário, seguido por provimentos parciais em proporções semelhantes e por um número residual de provimentos integrais.

Além disso, a pesquisa evidencia que recursos que combinam questões de mérito e processuais concentram a maior parte das decisões de não provimento, enquanto recursos exclusivamente de mérito apresentam maior incidência de provimentos parciais, especialmente em matérias relacionadas a problemas informacionais e questões societárias. A utilização do voto de qualidade da Presidência mostrou-se pouco frequente.

Por fim, os achados do artigo contribuem para o debate mais amplo sobre independência decisória em instâncias administrativas revisoras no mercado de capitais. Ao menos no caso do CRSFN, a evidência empírica sugere que a composição paritária do órgão não se traduz em polarização decisória, reforçando a percepção de que o Colegiado atua de maneira predominantemente técnica.

Esses resultados abrem espaço para pesquisas futuras voltadas a análises comparativas com outros órgãos revisores, bem como para estudos que explorem, em maior profundidade, os determinantes técnicos e institucionais das decisões administrativas sancionadoras no Brasil.