



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

EXTRATO DE SESSÃO DE JULGAMENTO DO PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR PAS CVM nº 19957.011992/2023-24

Data do julgamento: 08/04/2025

Relator: Diretora Marina Copola

Acusado:

Regen Serviços Fiduciários Ltda.

Ementa: Apurar eventuais irregularidades na divulgação de informações à CVM acerca da liquidez de fundos de investimento, em infração ao art. 19 da Instrução CVM nº 558 e, posteriormente, ao art. 22 da Resolução CVM nº 21. Multa.

Decisão: Vistos, relatados e discutidos os autos, o Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários, com base na prova dos autos e com fundamento no inc. II, do art. 11 da Lei nº 6.385/76, decidiu, por unanimidade, pela condenação de **Regen Serviços Fiduciários Ltda. à multa de R\$ 255.000,00** pela acusação formulada.

A acusada punida terá um prazo de 30 dias, a contar da comunicação da decisão da CVM, para interpor recurso voluntário ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, nos termos do art. 70 da Resolução CVM nº 45/2021.

O Diretor João Accioly acompanhou as conclusões da Diretora Relatora e apresentou manifestação de voto com suas considerações sobre o caso.

Ausente a acusada, sem representantes constituídos, foi realizada a sessão de julgamento de forma restrita por meio de votação em sistema eletrônico, na forma da Resolução CVM nº 45/2021.

Presente o Procurador Celso Luiz Rocha Serra Filho, representante da Procuradoria Federal Especializada da CVM.

Participaram desta Sessão de Julgamento os Diretores João Accioly,

Marina Copola e Otto Lobo, que presidiu a Sessão.

O Presidente da CVM, João Pedro Nascimento, não participou do julgamento do processo devido à agenda institucional.



Documento assinado eletronicamente por **José Paulo Diuana de Castro**, **Secretário da Sessão de Julgamento**, em 14/04/2025, às 15:24, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



A autenticidade do documento pode ser conferida no site https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, informando o código verificador **2304825** e o código CRC **7D22F6B0**.

*This document's authenticity can be verified by accessing https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" **2304825** and the "Código CRC" **7D22F6B0**.*



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 19957.011992/2023-24

Reg. Col. 3132/24

Acusado: Regen Serviços Fiduciários Ltda.

Assunto: Apurar eventuais irregularidades na divulgação de informações à CVM acerca da liquidez de fundos de investimento

Relatora: Diretora Marina Copola

RELATÓRIO

I. OBJETO E ORIGEM

1. Trata-se de Processo Administrativo Sancionador – PAS instaurado pela Superintendência de Supervisão de Investidores Institucionais – SIN (“Acusação”) em face da Regen Serviços Fiduciários Ltda. (“Regen”)¹, por supostas falhas em seus controles internos, tendo em vista a recorrente prestação de informações incorretas à CVM acerca da liquidez de fundos de investimento sob sua administração fiduciária.

2. O presente PAS tem origem nos Processos CVM nº 19957.008553/2019-58, nº 19957.005772/2020-19, nº 19957.006335/2020-12², nº 19957.008482/2020-27, nº 19957.005461/2020-50 e nº 19957.000386/2021-11, que dizem respeito à atividade de supervisão rotineira da Gerência de Acompanhamento de Fundos de Investimento – GIFÍ, parte da SIN, sobre a gestão de liquidez de fundos de investimento abertos.

¹ Anteriormente denominada MDL Trust Serviços Fiduciários Ltda. e Reag Serviços de Administração Fiduciária Ltda.

² No âmbito do Processo CVM nº 19957.006335/2020-12, a Regen foi questionada sobre a gestão de liquidez do FIM VN II, por meio da Ação de Fiscalização CVM/SIN/GIFI nº 267/2020 (doc. nº 1876092). Nesse contexto, no Ofício de Alerta nº 61/2020/CVM/SIN/GIFI, a GIFÍ lhe atribuiu a violação dos arts. 91 e 92 da Instrução CVM nº 555/2014 (doc. nº 1876095).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

3. Nos cinco primeiros processos, por meio de ações de fiscalização, a área técnica identificou, além de questões relativas à gestão de liquidez de fundos administrados pela Regen, erros nos informes diários:

- i) do Reag Quant Base Fundo de Investimento Multimercado (“Reag Quant FIM”) entre 23/09 e 07/10/2019;
- ii) do VN II Fundo de Investimento Multimercado Crédito Privado – Investimento no Exterior (“VN II FIM CP IE”) de 15/11/2019, 24/02, 25/02, 10/04, 21/04, 11/06, 30/06, 02/07, 20/08 e 07/09/2020; e
- iii) do Reag Alpha Fundo de Investimento Multimercado (“Reag Alpha FIM”) de 15/07/2020.

4. Tendo em vista os erros constatados, a SIN emitiu ofícios de alerta, em que, reiteradamente, atribuiu à Regen o descumprimento do art. 59 da então vigente Instrução CVM nº 555/2014 por fornecer informações equivocadas nos informes diários, sem corrigi-las dentro do prazo previsto para retificação, assim como dos arts. 91 e 92 da mesma Instrução, conforme o caso³.

5. Em sequência, no âmbito do Processo CVM nº 19957.000386/2021-11, a área técnica solicitou manifestação prévia sobre os fatos nos termos do art. 5º da Instrução CVM nº 607/2019⁴.

6. Posteriormente, nos Processos CVM nº 19957.006381/2021-01 e nº 19957.010645/2022-01, a GIFÍ identificou problemas similares nos informes diários de outros dois fundos administrados pela Regen: **(i)** WNG Fundo de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento Multimercado Crédito Privado (“WNG FICFIM CP”); e **(ii)** Agile Investe Fundo de Investimento Multimercado (“Agile Investe FIM”).

³ Ofícios de Alerta nº 82/2019/CVM/SIN/GIFI (doc. nº 1876089), nº 58/2020/CVM/SIN/GIFI (doc. nº 1876094), nº 61/2020/CVM/SIN/GIFI (doc. nº 1876095), nº 70/2020/CVM/SIN/GIFI (doc. nº 1876096), nº 53/2020/CVM/SIN/GIFI (doc. nº 1876099).

⁴ Ofício nº 26/2021/CVM/SIN/GIFI (doc. nº 1211443).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

7. Ao cabo, a SIN formulou termo de acusação (“Termo de Acusação”)⁵, em que atribuiu à Regen o descumprimento do art. 19 da Instrução CVM nº 558/2015⁶ e do art. 22 da Resolução CVM nº 21/2021⁷⁻⁸, em razão da falta de controles internos adequados, devido à recorrência na prestação de informações incorretas à CVM acerca da liquidez dos fundos sob sua administração fiduciária.

8. A seguir, trato mais detidamente da imputação apresentada no Termo de Acusação.

II. ACUSAÇÃO

9. A SIN identificou, em diversas ocasiões, a prestação de informações incorretas a respeito da liquidez de fundos de investimento administrados pela Regen.

10. Os informes diários de 30/09 e 01/10/2019 do Reag Quant FIM⁹, de 15/07/2020 do Reag Alpha FIM¹⁰, e de 05/07/2022 do Agile Investe FIM¹¹ registraram equivocadamente que as saídas de caixa superavam os ativos líquidos. Dito de outro modo, dentro do prazo estabelecido no regulamento para pagamento de resgates, a soma dos resgates solicitados e ainda não pagos com as despesas operacionais previstas superava os ativos passíveis de conversão em caixa, sem perda substancial de valor, nesse mesmo prazo.

⁵ Doc. nº 1874655.

⁶ Art. 19. O administrador de carteiras de valores mobiliários, pessoa jurídica, deve garantir, por meio de controles internos adequados, o permanente atendimento às normas, políticas e regulamentações vigentes, referentes às diversas modalidades de investimento, à própria atividade de administração de carteiras de valores mobiliários e aos padrões ético e profissional.

⁷ Art. 22. O administrador de carteiras de valores mobiliários, pessoa jurídica, deve garantir, por meio de controles internos adequados, o permanente atendimento às normas, políticas e regulamentações vigentes, referentes às diversas modalidades de investimento, à própria atividade de administração de carteiras de valores mobiliários e aos padrões ético e profissional.

⁸ A Reag Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários S.A., administradora fiduciária de outros dois fundos de investimento e integrante do mesmo grupo econômico da Regen, e Silvano Geszel, à época dos fatos diretor responsável pela administração de carteira em ambas as sociedades, também figuraram como acusados neste PAS, pelas mesmas infrações imputadas à Regen. A sua conduta, porém, não será tratada neste relatório, uma vez que o processo foi definitivamente arquivado em relação a ambos, em razão do cumprimento, atestado em 12/12/2024, da obrigação pecuniária assumida em termo de compromisso aprovado pelo Colegiado da CVM em 10/09/2024 (docs. nº 2197605, nº 2170018 e nº 2219537).

⁹ Ação de Fiscalização CVM/SIN/GIFI nº 375/2019 (doc. nº 1876088).

¹⁰ Ação de Fiscalização CVM/SIN/GIFI nº 325/2020 (doc. nº 1876093).

¹¹ Ação de Fiscalização CVM/SIN/GIF/Nº 105/2022 (doc. nº 1876132).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

11. A Regen atribuiu o erro: **(i)** no caso do Reag Quant FIM, a uma falha no sistema utilizado para elaborar e enviar os informes diários¹², que seria de responsabilidade de um prestador de serviços, sem qualquer ingerência direta da administradora fiduciária; **(ii)** quanto ao Reag Alpha FIM, ao prestador de serviços responsável pela custódia e pela controladoria do fundo, que teria registrado a provisão de um resgate na data de sua solicitação, e não de sua liquidação¹³; e **(iii)** para o Agile Investe FIM, a falha humana na execução do controle e monitoramento operacional e na avaliação independente das atividades desenvolvidas pela administradora fiduciária, que caberia também à sua área de *compliance*¹⁴.

12. Ainda em relação ao Reag Quant FIM, também foi detectada uma oscilação no saldo dos ativos do fundo apresentado nos informes entre 23/09 e 07/10/2019¹⁵. A Regen atribuiu tal oscilação, mais uma vez, a um erro do referido sistema, que teria desconsiderado as posições de ações em aluguel do veículo.

13. Por sua vez, os informes diários do VN II FIM CP IE apresentavam os seguintes erros¹⁶:

- i) em 30/06 e 02/07/2020, havia o registro de um saldo de ativos líquidos positivo – quando, em verdade, esse saldo era zero, o que a Regen atribuiu à instituição responsável pela custódia e controladoria do fundo – diferente da que atuava para o Reag Alpha FIM –, que teria equivocadamente classificado um ativo como líquido;
- ii) em 15/11/2019, 24/02, 25/02, 10/04, 21/04, 11/06, 20/08 e 07/09/2020, o saldo do patrimônio líquido do fundo estava zerado, o que a Regen alegou ter decorrido de erro do sistema que gerava os informes diários, que consideraria, equivocadamente, a inexistência de cotistas em dias não úteis; e
- iii) nas mesmas datas, exceto em 20/08/2020, era informada a inexistência de cotistas, que a administradora fiduciária alegou advir do mesmo erro do sistema.

¹² Ação de Fiscalização CVM/SIN/GIFI nº 375/2019.

¹³ Ação de Fiscalização CVM/SIN/GIFI nº 325/2020.

¹⁴ Doc. nº 1876132.

¹⁵ Ação de Fiscalização CVM/SIN/GIFI nº 375/2019.

¹⁶ Ações de Fiscalização CVM/SIN/GIFI nº 210/2020 e nº 225/2020 (docs. nº 1876098 e nº 1876091).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

14. Tanto em relação aos erros verificados no Reag Alpha FIM quanto no VN II FIM CP IE, a Regen afirmou que passaria a revisar todos os informes diários antes de seu envio à autarquia – vale mencionar que, nesse segundo caso, parte dos informes referidos acima são posteriores a esse compromisso da administradora fiduciária.

15. No caso desses três fundos, ao ser confrontada pela área técnica, a Regen afirmou ter solicitado a correção dos erros imediatamente, embora novas falhas tenham sido verificadas em momento posterior:

- i) no caso do Reag Quant FIM, há oscilações nos valores apresentados, em particular quanto ao saldo de ativos líquidos, nos informes de 30/09/2019 a 12/03/2020, data de cancelamento do fundo¹⁷; e
- ii) quanto ao VN II FIM CP IE, para várias datas entre 30/06 e 23/11/2020, quando o fundo foi cancelado, os informes não trazem a informação de saldo de ativos líquidos¹⁸.

16. Além disso, a partir de 30/03/2021, os informes diários do WNG FICFIM CP passaram a registrar, diariamente, valores de saídas de caixa, o que não havia ocorrido até aquela data¹⁹. A Regen afirmou se tratar de um erro, uma vez que tais valores se referiam ao provisionamento diário dos custos mensais do fundo, que, no entanto, eram liquidados mensalmente²⁰.

17. Para a SIN, a recorrência de inconsistências verificada não caracterizaria um erro isolado ou mesmo uma soma de erros isolados, mas uma prática recorrente, tendo em vista os sucessivos ofícios de alerta enviados, assim como os compromissos de correção reiteradamente descumpridos.

¹⁷ Doc. nº 1876136.

¹⁸ Doc. nº 1876137.

¹⁹ Ação de Fiscalização 0217/2021 (doc. nº 1876129).

²⁰ Doc. nº 1876130.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

18. Na visão da Acusação, tal recorrência denotaria, em concreto, um problema mais amplo em relação aos mecanismos de gerenciamento de liquidez utilizados pela acusada, o que dificultaria o levantamento de informações fidedignas sobre a real situação dos fundos sob sua administração.

19. A SIN chamou atenção para o fato de que tais inconsistências ativaram os filtros da CVM e geraram todo um esforço de supervisão, em cada um dos casos relatados acima, que não teria sido sequer iniciado se a acusada possuísse rotinas adequadas de controles e mecanismos para validar as informações prestadas à autarquia por meio dos informes diários. E isso porque, no modelo de supervisão da gestão de liquidez adotado desde fevereiro de 2015, a área técnica detecta os descasamentos entre ativos líquidos e saídas de caixa apresentados nos informes diários e a prestação de informações inadequadas geram falsos positivos, que prejudicam a atividade de supervisão como um todo.

20. Por essa razão, a Acusação entende que a elevada incidência de falsos positivos não seria comum e que tais ocorrências poderiam e deveriam ter sido evitadas. Ressaltou, nesse sentido, que a administradora poderia ter implementado mecanismos de controle tanto prévios quanto subsequentes capazes de identificar e corrigir as inconsistências, possibilitando o reenvio, conforme o caso, das informações de maneira adequada, tendo em vista o prazo previsto na regulamentação para a regular retificação dessas informações.

21. Além disso, em contraponto às alegações da acusada de que o sistema responsável por gerar os informes diários seria alimentado pelos prestadores de serviço de custódia e controladoria e, ainda, fornecido por um terceiro, a SIN ressaltou que a responsabilidade pelo envio de informações corretas sobre a liquidez do fundo é atribuição do administrador fiduciário, que, se depender de outros prestadores de serviço para tanto, deve fiscalizar e monitorá-los de modo a assegurar o cumprimento da obrigação regulatória.

22. Nesse sentido, para a Acusação, “[s]e a origem da falha vem de um controlador de ativos, custodiante, empresa contratada de TI ou terceiro de qualquer outra natureza, persist[iria] a responsabilidade do administrador fiduciário por não ter diligenciado para que seus contratados o apoiem na atividade da forma adequada e necessária”.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

23. Com base nisso, a Acusação entende que, entre 30/09/2019 e 05/07/2022, a Regen não teria adotado controles adequados com relação à prestação de informações acerca da liquidez dos fundos para a CVM, em violação ao art. 19 da Instrução CVM nº 558/2015, para os eventos ocorridos até 30/06/2021, e ao art. 22 da Resolução CVM nº 21/2021, a partir de 01/07/2021.

24. A acusada foi regularmente citada²¹, porém não apresentou razões de defesa.

III. MANIFESTAÇÃO DA PFE-CVM

25. Nos termos do art. 7º da Resolução CVM nº 45/2021²², a Procuradoria Federal Especializada junto à CVM – PFE-CVM se manifestou no sentido de que o Termo de Acusação se adequa ao disposto nos arts. 5º²³ e 6º²⁴ da referida Resolução²⁵.

IV. DISTRIBUIÇÃO E PAUTA PARA JULGAMENTO

26. O PAS foi sorteado para minha relatoria na reunião do Colegiado de 20/12/2024²⁶ e havia sido pautado para julgamento na sessão de 01/04/2025²⁷.

²¹ Doc. nº 1998771.

²² Art. 7º Antes da citação dos acusados para apresentação de defesa, a PFE deve emitir parecer sobre o termo de acusação, no prazo de 30 (trinta) dias contados da data de recebimento do termo de acusação, com o seguinte escopo: I – exame do cumprimento do art. 5º; II – análise objetiva da observância dos requisitos do art. 6º; e III – exame da adequação do rito adotado para o processo administrativo sancionador.

²³ Art. 5º Previamente à formulação da acusação, as superintendências devem diligenciar no sentido de obter diretamente do investigado esclarecimentos sobre os fatos que podem ser a ele imputados.

²⁴ Art. 6º Nas hipóteses em que a superintendência considerar que dispõe de elementos conclusivos quanto à autoria e à materialidade da irregularidade constatada, deve lavrar termo de acusação contendo: I – nome e qualificação dos acusados; II – narrativa dos fatos investigados que demonstre a materialidade das infrações apuradas; III – análise de autoria das infrações apuradas, contendo a individualização da conduta dos acusados, fazendo-se remissão expressa às provas que demonstrem sua participação nas infrações apuradas; IV – descrição dos esclarecimentos prestados nos termos do art. 5º; V – os dispositivos legais ou regulamentares infringidos; VI – rito a ser observado no processo administrativo sancionador; e VII – proposta de comunicação a que se refere o art. 13, se for o caso.

²⁵ Parecer nº 00147/2023/GJU-4/PFE-CVM/PGF/AGU e Despachos nº 00463/2023/GJU-4/PFE-CVM/PGF/AGU e nº 00487/2023/PFE-CVM/PFE-CVM/PGF/AGU (doc. nº 1917393).

²⁶ Doc. nº 2226393.

²⁷ Doc. nº 2278984.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
www.cvm.gov.br

27. Em 18/03/2025, o processo foi retirado de pauta e uma nova pauta de julgamento foi publicada no diário eletrônico da CVM²⁸, em cumprimento ao disposto no art. 49 da Resolução CVM nº 45/2021²⁹.

É o relatório.

Rio de Janeiro, 08 de abril de 2025.

Marina Copola

Diretora Relatora

²⁸ Doc. nº 2282815.

²⁹ Art. 49. Compete ao Colegiado julgar o processo, em sessão pública, convocada com pelo menos 15 (quinze) dias de antecedência, podendo ser restringido o acesso de terceiros em função do interesse público.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 19957.011992/2023-24

Reg. Col. 3132/24

Acusado: Regen Serviços Fiduciários Ltda.

Assunto: Apurar eventuais irregularidades na divulgação de informações à CVM acerca da liquidez de fundos de investimento

Relatora: Diretora Marina Copola

VOTO

I. INTRODUÇÃO

1. Como descrito no relatório³⁰, trata-se de PAS instaurado pela SIN para apurar a responsabilidade da Regen por supostas falhas em seus controles internos, em infração ao art. 19 da Instrução CVM nº 558/2015 e ao art. 22 da Resolução CVM nº 21/2021, tendo em vista a recorrente prestação de informações incorretas à CVM acerca da liquidez de fundos de investimento sob sua administração fiduciária.

2. De acordo com a tese acusatória, a Regen não dispunha de políticas, procedimentos e controles internos adequados e, como consequência, não teria sido capaz de fornecer informações confiáveis à CVM, comprometendo a robustez e a precisão dos procedimentos de supervisão desta autarquia.

3. A Regen, embora devidamente citada³¹, não apresentou defesa. Portanto, o presente voto se restringirá à análise da acusação e dos argumentos levantados pela acusada em suas manifestações no decorrer de suas interações com a SIN antes da instauração deste PAS, uma vez que, em sede de processo administrativo sancionador no âmbito da CVM, a revelia não importa em confissão quanto à matéria de fato ou assunção de culpa, tampouco torna

³⁰ Os termos iniciados em letras maiúsculas que não estiverem aqui definidos têm o significado que lhes é atribuído no relatório deste PAS.

³¹ Docs. nº 1956014 e 1998771.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

incontroversas as alegações de natureza acusatória, nos termos do art. 28 da Resolução CVM nº 45/2021³².

4. Desse modo, passo diretamente à análise do mérito do presente caso, considerando, também, a inexistência de preliminares a serem reconhecidas de ofício.

II. MÉRITO

5. A evolução da regulamentação da CVM demonstra a crescente importância atribuída aos controles internos dos participantes que desempenham funções essenciais no mercado de capitais, notadamente as atividades relacionadas à administração e à gestão de recursos de terceiros. A preocupação com a estruturação adequada e a governança desses prestadores de serviços se intensificou a partir da Instrução CVM nº 558/2015, que estabeleceu exigências mais rigorosas para a obtenção e a manutenção do credenciamento como administrador de carteiras de valores mobiliários.

6. Com a introdução dessa norma³³, os administradores de carteira passaram a ser obrigados a: (i) dispor de recursos humanos e computacionais compatíveis com seu porte e complexidade operacional, garantindo a adoção de práticas e processos capazes de mitigar riscos e assegurar a conformidade regulatória; e (ii) contar com uma área especificamente dedicada às atividades de conformidade e controles internos, segregada da administração de carteiras, com a nomeação de um diretor responsável exclusivamente por essa função.

7. Seguindo padrões internacionais, a norma buscou reforçar a independência e a efetividade dos mecanismos internos de supervisão, prevenindo conflitos de interesse e fortalecendo a governança institucional.

8. A importância dessas diretrizes não foi alterada pela entrada em vigor da Resolução CVM nº 21/2021. A manutenção dessas disposições reflete o entendimento consolidado desta

³² Art. 28. A revelia não importa em confissão quanto à matéria de fato e não torna incontroversas as alegações da acusação, podendo o revel intervir em qualquer fase, recebendo o processo no estado em que se encontrar, sem direito à repetição dos atos já praticados.

³³ Art. 4º Para fins de obtenção e manutenção da autorização pela CVM, o administrador de carteiras de valores mobiliários, pessoa jurídica, deve atender os seguintes requisitos: [...] IV – atribuir a responsabilidade pelo cumprimento de regras, políticas, procedimentos e controles internos e desta Instrução a um diretor estatutário; [...] VII – constituir e manter recursos humanos e computacionais adequados ao porte e à área de atuação da pessoa jurídica; e [...].



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

autarquia de que controles internos robustos são fundamentais para garantir a integridade das informações prestadas à CVM, a proteção dos investidores e o adequado funcionamento do mercado.

9. Vale notar que no passado, por exemplo, esta mesma autarquia chegou a cancelar o registro de uma gestora ao constatar que os recursos da área de conformidade e controles internos daquele participante eram insuficientes³⁴. Tal medida é congruente com a mensagem uníssona que a CVM vem transmitindo ao longo dos anos, de que a estruturação de um ambiente de controles adequado não se resume a uma mera formalidade regulatória. Com efeito, entende-se que a inexistência de controles internos eficazes compromete diretamente a capacidade dos prestadores de serviços essenciais de cumprir suas obrigações regulatórias, gerando riscos relevantes que justificam respostas proporcionalmente severas, incluindo, quando aplicável, o cancelamento dos respectivos registros.

10. Em particular, a adoção de controles internos eficazes e uma estrutura de *compliance* bem definida são elementos fundamentais para assegurar a transparência e a confiabilidade das informações prestadas pelos administradores fiduciários. Nesse sentido, conforme ressalta Mário Tavernard Martins de Carvalho³⁵:

“No mercado financeiro, *compliance* refere-se à adoção de sistemas de controles internos para garantir o cumprimento das exigências legais e regulamentares atinentes à atividade.

Esses controles representam uma segurança maior para o investidor no sentido de que o administrador do fundo de investimento estaria realmente gerindo os recursos aportados com observância das normas aplicáveis e do respectivo regulamento. Assim, os procedimentos de *compliance* visam evitar, tratar e/ ou rapidamente solucionar quaisquer desvios que ocorrerem.

³⁴ Cf., nesse sentido, Processo CVM nº 19957.004070/2019-84, d. em 01/07/2019.

³⁵ Mário Tavernard Martins de Carvalho, *Compliance e Controles Internos em Fundos de Investimento: A Importância da Governança para a Transparência e Conformidade Regulatória*, São Paulo: Editora Financeira, 2022, pp. 120-121.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

As políticas de compliance podem ser implementadas por intermédio de efetiva segregação de atividades e/ ou responsabilidades ou criação de departamentos internos autônomos para verificação das atividades exercidas.

[...]

Dessa forma, a adoção de uma adequada política de compliance pode conferir credibilidade para a própria instituição, o que proporciona um maior número de interessados em investir nos fundos de investimento por ela administrados. Por outro lado, os desvios e descumprimentos das normas vigentes podem ocasionar perdas financeiras, comprometimento da reputação e aplicação de sanções civis, administrativas e penais”.

11. É sempre importante lembrar que, ao exigir que o administrador de carteira disponha de controles internos adequados, a CVM não especifica em detalhes os atributos destes ambientes de controles. Trata-se de uma escolha consciente, de política regulatória da autarquia, que o faz por ao menos dois motivos.

12. Primeiro, para que os prestadores de serviço tenham plena liberdade para estabelecer políticas e procedimentos que não só atendam à regulamentação aplicável, mas que também façam sentido para os seus próprios negócios. Nesses termos, a norma se mostra mais preocupada em assegurar comportamentos efetivos do que em preconizar fórmulas artificiosas, que podem inclusive se provar desnecessariamente custosas para os participantes. A segunda razão pela qual a Instrução CVM nº 558/2015 e, depois, a Resolução CVM nº 21/2021, foram menos prescritivas em suas linguagens é justamente para que estas normas, que têm um ciclo de vigência longo, continuem aptas a capturar o espírito que motivou sua edição à medida em que o mercado evolui.

13. Em outras palavras: os controles devem funcionar, sua conformação deve ser congruente com o desenvolvimento tecnológico e da indústria, mas, ao menos em um primeiro momento, não cabe à CVM ditar a forma como o participante se organiza, sobretudo se as medidas de conformidade estiverem cumprindo seu papel.

14. Ocorre que, no caso concreto, os indícios apontam para controles bastante deficientes. A Regen foi acusada pela SIN de não possuir controles internos adequados, após reiteradas



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

falhas na prestação de informações sobre a liquidez de fundos de investimento sob sua administração. Essas falhas, constatadas nos informes diários dos fundos sob sua administração, foram rigorosamente comprovadas pela área técnica e, em sua maioria, reconhecidas pela própria acusada antes da instauração deste PAS.

15. Cumpre reconhecer, na largada, que a acusação não diz respeito a problemas de liquidez enfrentados pelos fundos. Trata-se, aqui, do cumprimento de obrigações de cunho informacional, que estão, no entanto, abrangidas pela noção de gestão adequada de risco de liquidez.

16. Conforme previsto no art. 91, *caput*, da Instrução CVM nº 555/2014³⁶ e, mais recentemente, no art. 92 da Resolução CVM nº 175/2022, a gestão do risco de liquidez em fundos de investimento é uma responsabilidade compartilhada entre o gestor e o administrador fiduciário, cada um com atribuições distintas, mas interdependentes³⁷. De forma objetiva, como já manifestei em artigo sobre o tema³⁸, cabe ao gestor a seleção e o monitoramento dos ativos do fundo, garantindo um nível de liquidez compatível com suas obrigações, enquanto o administrador fiduciário deve supervisionar essa gestão, assegurando que as informações reportadas à CVM sejam corretas e reflitam com precisão a real condição do fundo. No caso da Regen, a recorrência de informações inconsistentes levou a sucessivas ações de fiscalização desnecessárias.

17. Entre 2019 e 2022, a SIN identificou inconsistências nos informes diários enviados pela Regen à CVM, gerando falsas indicações de problemas de liquidez e exigindo reiteradas intervenções da autarquia. Como o descasamento entre as saídas de caixa e os ativos líquidos pode sinalizar dificuldades temporárias ou estruturais de liquidez, a área técnica costuma

³⁶ Art. 91. O administrador e o gestor devem, conjuntamente, adotar as políticas, procedimentos e controles internos necessários para que a liquidez da carteira do fundo seja compatível com: I – os prazos previstos no regulamento para pagamento dos pedidos de resgate; e II – o cumprimento das obrigações do fundo. [...].

³⁷ Art. 92. Nas classes abertas, os prestadores de serviços essenciais, conjuntamente, cada qual na sua esfera de atuação, devem adotar as políticas, procedimentos e controles internos necessários para que a liquidez da carteira de ativos seja compatível com: I – os prazos previstos no regulamento para pagamento dos pedidos de resgate; e II – o cumprimento das obrigações da classe de cotas.

³⁸ Marina Copola, Liquidez em fundos de investimento e algumas considerações práticas sobre o gerenciamento desse risco. In: Felipe Hanszmann; Lucas Hermeto (org.). Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais V - edição especial: Fundos de Investimento. Rio de Janeiro: Lumen Iuris, 2021, pp. 345-375.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

emitir ações de fiscalização, por meio das quais convoca os prestadores de serviço para esclarecer a real condição de liquidez do fundo e prestar os devidos esclarecimentos.

18. Em concreto, a recorrência de informações inconsistentes sobre os ativos líquidos e as saídas de caixa nos fundos administrados pela Regen comprometeu essa supervisão, que é a principal forma de monitoramento regular do cumprimento das obrigações de gerenciamento de risco de liquidez pelos prestadores de serviços³⁹, e gerou uma série de falsas indicações de problemas de liquidez, resultando na necessidade de sucessivas ações de fiscalização por parte da CVM.

19. Diante dessas falhas, a Regen tentou atribuir a culpa pelas inconsistências a terceiros, seja ao prestador de serviço responsável pelo sistema de geração dos informes diários, seja àqueles que atuavam na custódia e na controladoria dos fundos. Todavia, o art. 59, inciso I, da Instrução CVM nº 555/2014⁴⁰, vigente à época dos fatos, estabelece expressamente que a responsabilidade pelo envio dessas informações recai sobre o administrador fiduciário, que, como bem apontado pela Acusação, deve possuir mecanismos compatíveis para verificar se os insumos informacionais recebidos são confiáveis.

20. Penso que é até desnecessário dizer, mas concordo que, embora o dispositivo mencionado acima trate expressamente apenas da obrigação do administrador fiduciário de encaminhar à CVM o informe diário, entendo que sua finalidade vai além da mera tempestividade na disponibilização da informação, abrangendo também sua precisão e correção. Como já reconheceu o Diretor Gonzalez, “o bem jurídico tutelado pelo artigo 59, inciso I, da Instrução CVM nº 555/2014 é outro: a qualidade da informação [...]”⁴¹.

21. Assim, cabe ao administrador fiduciário garantir que os dados recebidos de terceiros sejam fidedignos, por meio da adoção de políticas, procedimentos e controles internos

³⁹ Ibidem, p. 369: “[...] a principal forma de monitoramento regular do cumprimento das obrigações de gerenciamento de risco de liquidez pelos prestadores de serviços se dá via sistema eletrônico, por meio da combinação de uma análise das informações enviadas na forma dos informes diários e outras obtidas pela autarquia a partir de fontes próprias”.

⁴⁰ Art. 59. O administrador deve remeter, por meio do Sistema de Envio de Documentos disponível na página da CVM na rede mundial de computadores, os seguintes documentos: I – informe diário, no prazo de 1 (um) dia útil; [...].

⁴¹ PAS CVM nº 19957.011140/2018-70, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 10/11/2020.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

robustos, que permitam a fiscalização diligente dos prestadores de serviço contratados para auxiliar no cumprimento de suas obrigações regulatórias.

22. Logo, mesmo que terceiros tenham concorrido para a materialização das falhas, a Regem não se exime da obrigação de supervisioná-los e de corrigir eventuais erros antes do envio das informações à CVM ou, ainda, dentro do prazo para realização de retificações de forma regular.

23. Fato é que, no caso concreto, apesar de reiterados compromissos da acusada de revisar e corrigir suas práticas, os problemas persistiram, evidenciando a deficiência nos seus controles internos. A repetição dessas falhas, mesmo após alertas da SIN, demonstra a ausência de medidas eficazes para evitar sua recorrência. Isso denota que se está não apenas diante de uma falha operacional pontual, mas de um padrão de atuação negligente na administração dos fundos sob sua responsabilidade. Não por outra razão, a área técnica instaurou este processo sancionador somente após enviar diversos ofícios de alerta à Regem – medida mais adequada para tratar de situações pontuais e de menor gravidade. Esgotadas, contudo, as ferramentas de supervisão à sua disposição, restou à área técnica adotar providência compatível com a persistência e a recorrência das falhas observadas⁴².

24. A alegação da acusada de que não houve prejuízo aos cotistas tampouco afasta sua responsabilidade. A correta prestação de informações à CVM é uma obrigação devida independentemente da existência de danos efetivos. Como visto, o impacto da comunicação inadequada ultrapassa a esfera individual dos cotistas, afetando a supervisão do mercado como um todo. O dever do administrador fiduciário não se restringe à prevenção de perdas diretas aos investidores, mas inclui a obrigação essencial de fornecer dados precisos e tempestivos à

⁴² Cf., nesse sentido: “[...] em se tratando de situações pontuais e de baixo potencial ofensivo resultantes de falhas na gestão de liquidez ou de reportes incorretos, sobretudo a partir da edição da Lei nº 13.506/2017 e da Instrução CVM nº 607/2019, a autarquia tem meios mais adequados de encerrar tais casos, inclusive por meio do envio de ofícios de alerta. [...] O novo sistema também permite, conforme já se destacou, o reconhecimento de descumprimentos muito evidentes ou repetidos por um mesmo participante. Casos mais graves, inclusive aqueles cuja severidade decorra da prática reiterada (ainda que por conduta meramente culposa) de ofensas, podem merecer tratamento diferenciado na forma da apresentação de termo de acusação.” (Marina Copola, Liquidez em fundos de investimento e algumas considerações práticas sobre o gerenciamento desse risco. In: Felipe Hanszmann; Lucas Hermeto (org.). Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais V - edição especial: Fundos de Investimento. Rio de Janeiro: Lumen Iuris, 2021, pp. 371-373).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

autarquia, permitindo a identificação antecipada de potenciais riscos, inclusive de natureza sistêmica.

25. E, mesmo após a instauração do presente processo sancionador, que tem por objeto falhas nos controles internos da Regen relacionados ao envio de informações acerca da liquidez de fundos de investimento sob sua administração fiduciária à CVM, há outros exemplos de descumprimento de obrigações informacionais por parte da acusada:

- i) a não apresentação dos formulários de referência relativos aos exercícios de 2022 e 2023, conforme exigido pelo art. 17 da Resolução CVM nº 21/2021⁴³, que resultou na suspensão⁴⁴, por decisão administrativa, de seu registro como administradora de carteiras de valores mobiliários; e
- ii) a alteração da razão social de MDL Trust Serviços Fiduciários Ltda. para Regen Serviços Fiduciários Ltda., realizada em 17/06/2024, que não foi acompanhada da correspondente atualização no formulário cadastral junto à CVM, em desacordo com a Resolução CVM nº 51/2021⁴⁵.

26. Obviamente, a conduta da Regen não está sendo julgada no presente PAS por tais descumprimentos, que não são objeto do Termo de Acusação. No entanto, essas irregularidades configuram evidências adicionais às falhas já apuradas no escopo deste processo, reforçando que a acusada não dispõe de mecanismos adequados de controles internos para assegurar a conformidade regulatória de forma contínua e consistente.

27. Recentemente, em outro PAS⁴⁶, manifestei-me sobre esse tema nos seguintes termos:

“Os administradores de fundos de investimento têm um dever fiduciário de agir com diligência, lealdade e transparência na gestão dos recursos dos cotistas. Fornecer informações erradas à CVM, sem apresentar justificativa plausível

⁴³ Art. 17. O administrador de carteiras de valores mobiliários deve enviar à CVM, até o dia 31 de março de cada ano, por meio de sistema eletrônico disponível na página da CVM na rede mundial de computadores, formulário de referência, cujo conteúdo deve refletir: I – o Anexo D, se pessoa natural; ou II – o Anexo E, se pessoa jurídica.

⁴⁴ Cf.: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/2024/cvm-publica-lista-de-administradores-de-carteiras-de-valores-mobiliarios-suspensos-por-decisao-administrativa>

⁴⁵ Art. 2º Os participantes indicados no Anexo A devem, por meio de sistema eletrônico disponível na rede mundial de computadores: I – atualizar seu formulário cadastral sempre que qualquer informação nele contida for alterada, em até 7 (sete) dias úteis contados do fato que deu causa à alteração; e [...].

⁴⁶ PAS CVM nº 19957.005213/2021-90, de minha relatoria, j. em 06/08/2024.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

para tanto, e por tanto tempo, representa uma violação desse dever, comprometendo a confiança dos investidores e a integridade do mercado [...]”.

“[...] o envio de informações erradas compromete significativamente a supervisão ativa da CVM sobre os fundos de investimento. As informações devem ser verdadeiras, completas e consistentes para que a área técnica possa identificar riscos e adotar medidas regulatórias apropriadas para mitigá-los. Não há dúvidas de que informações incorretas podem atrasar ou prejudicar intervenções necessárias, aumentando o risco de prejuízos para os investidores e comprometendo a eficácia da supervisão regulatória”.

28. Diante do exposto, considero que a atuação da acusada se mostrou incompatível com o nível de diligência esperado de um administrador fiduciário, especialmente diante da importância da prestação de informações corretas sobre a liquidez dos fundos de investimento para a efetividade da supervisão de um tema crítico para a autarquia.

29. A comunicação reiterada de dados incorretos em relação a cinco fundos de investimento distintos, em um período de quase três anos, não apenas comprometeu a capacidade da CVM de exercer seu papel fiscalizador de forma adequada e eficiente, mas também evidenciou uma falha nos controles internos da Regen, tornando evidente sua incapacidade de assegurar a confiabilidade das informações reportadas.

30. Portanto, entendo ter restado configurado o descumprimento do art. 19 da Instrução CVM nº 558/2015 e, posteriormente, do art. 22 da Resolução CVM nº 21/2021.

III. CONCLUSÃO E PENALIDADES

31. Os fatos objeto deste PAS ocorreram após a entrada em vigor da Lei nº13.506/2017, que alterou a Lei nº 6.385/1976. Dessa forma, os valores máximos das penas desde então previstos na lei são aplicáveis a este caso, observados os parâmetros introduzidos na regulamentação da CVM pela Instrução CVM nº 607/2019, atualmente refletidos na Resolução CVM nº 45/2021.

32. De todo modo, na fixação de penalidades por esta CVM, o Colegiado deve atentar para os princípios da proporcionalidade e da razoabilidade, assim como para os motivos que



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

www.cvm.gov.br

justifiquem a imposição da sanção. Em cada caso, cabe, portanto, avaliar a gravidade do ilícito e as condutas, observadas eventuais circunstâncias agravantes ou atenuantes, à luz da legislação de regência da matéria.

33. Sendo assim, com base nas circunstâncias do caso concreto, fixo a pena-base no valor de R\$300.000,00 para a pena de multa pecuniária referente à violação do art. 19 da Instrução CVM nº 558/2015 e, posteriormente, do art. 22 da Resolução CVM nº 21/2021.

34. Considero, ainda, como circunstância atenuante na dosimetria da pena, os bons antecedentes da acusada⁴⁷, fator que deve ser levado em conta na definição da penalidade aplicável. Dessa forma, aplico a referida atenuante, reduzindo a pena-base em 15%.

35. Por todo o exposto, com fundamento no art. 11 da Lei nº 6.385/1976, voto por **condenar Regen Serviços Fiduciários Ltda.** à penalidade de **multa pecuniária** no valor de **R\$255.000,00**, pela infração ao art. 19 da Instrução CVM nº 558/2015, replicado no art. 22 da Resolução CVM nº 21/2021, para os períodos correspondentes.

É como voto.

Rio de Janeiro, 08 de abril de 2025.

Marina Copola

Diretora Relatora

⁴⁷ Art. 66, inciso II, da Resolução CVM nº 45/2021.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 19957.011992/2023-24

Reg. Col. nº 3132/24

Acusado: Regen Serviços Fiduciários Ltda.
Assunto: Controles internos para divulgação de informações de fundos à CVM
Relatora: Diretora Marina Copola
Voto: Diretor João Accioly

MANIFESTAÇÃO DE VOTO

1. Acompanho as conclusões e a maior parte da fundamentação da Ilustre Relatora. Apresento este voto para apresentar alguns esclarecimentos, especialmente considerando que em sessão recente votei pela improcedência da acusação de violação do dever de diligência de uma administradora fiduciária, porque teria deixado de adotar controles internos – conclusão extraída a partir da recorrência de falhas na entrega de informações de fundos de investimento¹. Ou seja, até aí algo bem semelhante ao que se passa nestes autos.
2. Algumas das críticas ao desenvolvimento da tese acusatória naquele caso são também pertinentes neste. Trato disso mais adiante, mas antes disso exponho o que me parece ser o *distinguishing* crucial. Aquilo que aponteí que a Acusação lá *não fez* lá, ela fez cá. Não de maneira exemplar, mas minimamente fez.
3. Nesse sentido, transcrevo algumas passagens de meu voto, que conduziu a decisão do Colegiado, acrescentando destaques mais relevantes para o caso aqui julgado e com a indicação do contraste para este processo logo à direita.

¹ PAS 19957.001912/2024-1, de minha relatoria, julgado em 18/3/2025, decisão por maioria.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

CASO INTRA – PAS 19957.001912/2024-11 Trechos do voto condutor	CASO AQUI JULGADO Diferenças pontuais
<p>13. A tese acusatória baseia-se em um único fato: a recorrência e alta quantidade das falhas nas entregas das informações obrigatórias. É dessa singular circunstância que extrai a alegada ausência de controles internos por parte da Defendente (...).</p> <p>14. De início, há que se reconhecer a circunstância de que tantas infrações tenham ocorrido como um indício, e mesmo um indício relevante, de inadequação dos mecanismos (...). [S]e a investigação tivesse solicitado esclarecimentos ao agente sobre seus procedimentos e este privasse a Autarquia do conhecimento desses procedimentos, poderia, dependendo do caso e se a acusação demonstrasse não haver controles, haver a configuração do ilícito. Porém, a Acusação deixou de apresentar algo fundamental para que este Colegiado pudesse se pronunciar sobre a adequação dos procedimentos e controles internos da Defendente: uma descrição de quais eram esses procedimentos e controles existentes na empresa, e de quais seriam os exigíveis.</p> <p>15. Em casos nos quais o Colegiado da CVM se pronunciou sobre adequação de controles internos como forma de cumprimento do dever de diligência, as teses acusatórias baseiam-se no exame dos procedimentos e controles identificados no caso concreto (...).</p> <p>17. Em contraste com tais casos, não há condições para realizar esse exame quando se inverte a ótica por completo e se olha apenas um (...) conjunto de fatos que supostamente teria decorrido de um determinado mecanismo de governança, como (...) um conjunto de violações específicas ocorridas (como as do processo aqui julgado), para daí inferir que esse mecanismo seria falho (...).</p> <p>18. [Esse] raciocínio (...) leva a acusação a uma bifurcação insanável entre uma impropriedade de forma e outra de mérito. Numa leitura, há um vício de forma em que a acusação descumpra o requisito mínimo de provar (ou mesmo alegar) os fatos (...), pois não há descrição de qualquer mecanismo que a empresa tinha, nem de quais (...) deveria ter. Noutra, se a leitura for a de que a acusação trouxe as falhas nos envios como fatos da alegada inadequação dos controles internos, o vício é de mérito, (...) [tratando] o dever de diligência como obrigação de resultado: afinal, se o raciocínio usa unicamente um resultado para concluir que houve falha em uma obrigação que [visa a] evitar [sua] ocorrência (...), a pressuposição é de que não pode haver falha, independentemente de quais</p>	<p>→ Não é apenas a recorrência de falhas que compõe a tese acusatória.</p> <p>→ A investigação solicitou esclarecimentos; a empresa não privou a CVM do conhecimento dos controles, mas a acusação faz algum esforço para demonstrar sua inexistência.</p> <p>→ A acusação traz uma descrição, ainda que mínima, de controles que entende que a empresa deveria ter, e afirma que ela não os tem (i.e., revisão das informações antes ou após seu envio à CVM.)</p> <p>→ Apesar de a acusação insistir diversas vezes na tese de que falhas recorrentes demonstrariam que os controles são inadequados, ela faz a menção referida no parágrafo acima, nos §§96-96 da peça acusatória.</p> <p>→ No caso destes autos, a Acusação não chega a provar, mas apresenta indícios e principalmente afirma (mesmo antes de acusar) diretamente à empresa que ela não faz o controle das informações que envia ou faz enviar à CVM.</p> <p>→ O erro de tratar a obrigação de adotar controles internos como de resultado está presente, mas não a ponto de esvaziar a acusação.</p>



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

tenham sido as medidas adotadas para evitá-lo. *Tertium non datur*: ou a acusação é inepta, ou é carente de provas.

19. Ainda (...) que se admitisse (...) um esvaziamento do ônus da acusação de demonstrar o que alega, **os autos revelam que a Defendente, ainda na fase de investigação, traçou uma descrição satisfatória de sua estrutura organizacional** e controles internos, sem que a acusação tenha contestado sua veracidade nem apontado razões para entendê-los insatisfatórios. (...) **A Acusação não contesta qualquer dessas estruturas** (...) – a rigor, o termo de acusação não faz menção a qualquer dessas estruturas ou mecanismos.

→ A Defendente aponta alguns controles que afirmou ter adotado. Porém, a Acusação contesta as afirmações, dizendo que não foram adotados.

4. Os trechos da peça acusatória que demonstram o que afirmei acima são os seguintes:

96. ...Não parece difícil incluir algum tipo de controle que alerte ao administrador se há nos informes diários que são apresentados à CVM saídas de caixa em valores superiores ao saldo de ativos líquidos.

97. Tanto não há tal dificuldade que a ampla maioria dos administradores não possuem (sic) um histórico de recorrência na prestação de informações com falso positivo, ainda mais em uma proporção como a vista aqui, (...) no contexto de instituições que administram um número bastante limitado de fundos de investimento. Mesmo que tal controle não seja feito previamente ao envio do informe diário à CVM, o administrador pode instituir mecanismos de controle *a posteriori* (sic) que identifiquem tais ocorrências. Isso porque é possível o reenvio da informação à CVM e a própria supervisão da CVM, já prevendo a possibilidade de eventuais falhas, somente roda as consultas à base de dados em um prazo de cinco dias úteis após a data das informações a que se refere o informe diário.

5. Tais trechos, não sem uma dose significativa de boa vontade interpretativa, podem ser lidos no sentido de que a Acusação está afirmando que a Acusada não fazia qualquer controle, nem prévio nem posterior das ocorrências.

6. Não há norma que exija especificamente controle prévio ou posterior dessas ocorrências. A norma violada, constante do art. 19 da ICVM 558 e do art. 22 da RCVM 21, fala genericamente em *controles internos adequados*.

7. Chamo atenção também para o parágrafo único do art. 19/22, que complementa seu sentido. Lido isoladamente, e numa literalidade absoluta, o caput parece até exigir o impossível e impor uma responsabilidade punitiva solidária, impondo ao *gatekeeper* uma obrigação de resultado, de *garantia* num sentido estrito, de que não haja descumprimento: “O administrador de carteiras (...) deve **garantir**, por meio de controles internos adequados, o **permanente atendimento** às normas, políticas e regulamentações vigentes...”. Já o parágrafo único diz que os controles “*devem ser efetivos e consistentes com a natureza, complexidade e risco das operações realizadas*”. Dizer que devem ser efetivos é vazio, e poderia reforçar uma leitura de que devem ser infalíveis. Mas a consistência com as características das operações é parte integrante da norma.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

8. Essa imposição de se atentar para o porte da entidade e tipo de atividade é pervasiva na regulamentação do sistema financeiro em geral, não faltando exemplos além do parágrafo único do art. 19 (apresento alguns nesta nota de rodapé:²). Por isso, considero reprovável que o parágrafo único não tenha sido sequer mencionado na Acusação.

9. Em todo caso, mesmo que não mencionado, seu teor constituiria obstáculo a eventual tese acusatória que não o respeitasse. Não se pode fazer um juízo de que falhas são excessivas sem comparar com alguma referência de normalidade. Não se pode dizer que os controles são insuficientes sem os contrapor com o porte da entidade que os adota. O direito em geral não se deveria fazer alheio às limitações da realidade material, ou “econômicas”, mas que logo a regulação de mercado assim se faça é até mais preocupante.

10. Por pouco a peça acusatória neste caso não esbarra nesse obstáculo normativo, já que passa ao largo dessas questões na maior parte de seus argumentos sobre a inadequação dos controles, mas, novamente com uma boa vontade interpretativa que ainda me parece caber à isenção devida pelo órgão julgador, afirma, no §97 acima transcrito, que as instituições acusadas tinham pequeno porte, administravam número reduzido de fundos, e que teriam falhado em proporção maior ao padrão do mercado. Se as defesas tivessem questionado essas afirmações, talvez houvesse um obstáculo do ônus probatório caber à Acusação, mas como não disputaram esses fatos, entendo apropriado tomá-los como demonstrados.

11. Ainda assim, remanesce a falta de previsão normativa específica de controles como os mencionados na peça acusatória (revisão prévia ou posterior dos dados enviados para a CVM,

² Resolução CVM 50/2021:

Art. 7º As pessoas jurídicas mencionadas nos incisos I a III do art. 3º desta Resolução devem:

I – adotar e implementar regras, procedimentos e **controles internos consistentes com o seu porte, bem como com o volume, complexidade e tipo das atividades** que desempenham no mercado de valores mobiliários de forma a viabilizar a fiel observância das disposições desta Resolução.

Resolução BCB 4.557/2017:

Art. 2º As instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil (...) devem implementar, nos termos dos arts. (...) desta Resolução:

§ 1º **As estruturas de gerenciamento** de que trata o caput devem ser:

I - **compatíveis com o modelo de negócio, com a natureza das operações e com a complexidade** dos produtos, dos serviços, das atividades e dos processos da instituição;

Resolução BCB 70/2021:

Art. 4º A gestão integrada de riscos observará os seguintes princípios:

III - **economicidade, de forma a estabelecer procedimentos de controle interno proporcionais ao risco, observada a relação custo-benefício**, e destinados a agregar valor à organização;

Resolução BCB 304/2023:

Art. 31. As IOSMF [instituições operadoras de sistema do mercado financeiro] **devem estabelecer estrutura** de gestão de riscos, controles internos e conformidade **compatível com sua natureza, porte, complexidade, estrutura e perfil de risco**.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

feita pela própria administradora fiduciária). Logo, não poderia a Acusação simplesmente puxar do éter a obrigação de ter especificamente esses controles, porque assim lhe pareceu “adequado” (a propósito, concordo que seja um controle adequado – a diferença é que não me parece juridicamente aceitável tratar essa opinião como fonte de obrigações, menos ainda para aplicar punição). Não me parece que a tese acusatória chegue a pretender que tais controles, especificamente, seriam obrigatórios *em geral*, já que se refere a eles exemplificativamente. Mas é preciso deixar claro que, se a administradora fiduciária tivesse optado por *outros* controles (tais como ajustes nos sistemas, determinações às prestadoras de serviço, atualização da política de risco, para mencionar alguns que ela mesma chega a dizer que adotou) e eles se revelassem imperfeitos porque houve nova falha informacional, não se poderia punir pelo retrovisor dizendo que os controles do tipo *A* não servem, teriam que ter sido do tipo *B*, quando a regra exige só que sejam “adequados”. Para além dos controles internos que as normas preveem expressamente, como segregação de diretorias específicas de outras atividades (e.g., art. 4º, §§2º e 3º da ICVM 558/ RCV 21), existe uma discricionariedade da empresa para se decidir a alocação de seus recursos, incluindo sua estrutura de organização interna. Não cabe ao regulador fazê-lo retroativamente sem prévia previsão expressa normativa de que controles quer exigir ou proibir. Chame-se de bom senso, princípio da legalidade, segurança jurídica, devido processo legal, ou como se queira.

12. Ocorre que no caso dos autos, **a própria empresa afirmou que adotaria tais controles** (i.e., revisão dos informes periódicos) ao responder o que faria para evitar nova ocorrência de falhas. Assim, o juízo da adequação desses controles **inclui o da própria administradora fiduciária**, ao concordar em adotá-los. Por isso, concordo que a Acusada violou a norma que lhe impõe a obrigação de adotar controles adequados, e não apenas por discordar de seu juízo de adequação.

13. Ela chega até mesmo a dizer que implementou alguns desses controles (em suas respostas às ações fiscalizatórias). Porém, não pude localizar a respectiva prova nos autos. **A Acusação refuta as afirmações da empresa** de que teria tomado as medidas descritas em suas respostas. Nessas comunicações, existe até menção a evidências que teriam sido enviadas à CVM. Se foram enviadas, não foram trazidas a estes autos, nem as pude localizar nem nos respectivos processos de origem. Se tivesse sido esse o caso, caberia à Acusada defender-se e apontar tais provas. Ao optar por não apresentar defesa, os indícios apresentados pela Acusação



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

tornam-se suficientemente convincentes para corroborar a tese acusatória de que não foram adotados os controles que a própria empresa afirmou que adotaria.

14. Por fim, reitero que a Acusação ainda merece ressalvas por argumentar pela inadequação dos controles internos baseando-se puramente nos resultados que eles não teriam sido capazes de evitar, o que permeia a peça acusatória, em trechos como os seguintes (os grifos não são originais):

77. Como visto ao longo desta peça acusatória, em relação ao [Fundo] Reag Quant, no período de 23/9/2019 a 7/10/2019, a MDL TRUST reportou que o valor das saídas de caixa [...]. A justificativa apresentada pela MDL TRUST foi a de que **as inconsistências teriam sido causadas por falhas no sistema de terceiros**, no caso, o prestador de serviços de custódia e controladoria do Reag Quant.

78. Vale lembrar que a MDL TRUST em resposta de 11/10/2019 (...) havia alegado que *“já foi solicitada correção do sistema responsável pela elaboração e envio dos Informes Diários do Fundo, que serão retificados e reencaminhados à essa D. CVM com a maior brevidade possível”*

79. Entretanto, nova análise realizada pela área técnica para o período entre a data base de 30/9/2019 e o cancelamento do Reag Quant em 12/3/2020, (sic) identificou várias datas que indicam rupturas na informação do saldo de Ativos Líquidos nos informes diários, sugestivas de erros nas informações encaminhadas, a maioria delas a partir de fevereiro de 2020, ou seja, muito depois do compromisso de correção alegado pela MDL TRUST em correspondência de 11/10/2019.

15. Os trechos acima revelam o raciocínio de que, como houve **novas falhas**, a MDL/Regen não teria adotado controles internos adequados. Isso pressupõe que a adoção de uma medida tornaria impossível a ocorrência de novas falhas. Mas determinar a correção de um sistema de elaboração de envio de informes diários **é uma medida corretiva**, que só se poderia perceber insuficiente *se e quando* as falhas continuassem ocorrendo. O uso de terceiros prestadores de serviço especializados **é uma medida de controle** para buscar o cumprimento permanente das normas. Verticalizar ou não uma atividade é uma decisão gerencial, eminentemente privada, de alocação de recursos. Se os terceiros se revelam excessivamente falhos, assim como um departamento interno poderia se revelar excessivamente falho, há o dever de correção a partir de quando há a ciência desse excesso (e é esse dever que me parece suficientemente demonstrado que a Acusada descumpriu). Mas não cabe punir porque o sistema se revelou imperfeito.

16. A tese acusatória mistura fato e direito quando a empresa explica que a causa de uma falha foi o erro de um prestador de serviços (fato), e a Acusação responde com a responsabilidade que cabe ao *gatekeeper* (direito). Veja-se:



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

80. Quanto ao VN II, novamente o valor das saídas de caixa foi informado como maior do que o saldo de ativos líquidos em três ocasiões. Em resposta (...), a acusada atribuiu a responsabilidade pela prestação de informações incorretas à CVM ao prestador de serviços de custódia e controladoria do fundo.

81. Aqui, cabe também refutar argumentos dessa sorte. A responsabilidade regulatória pelo envio de informações corretas sobre a liquidez do fundo é atribuição do administrador fiduciário do fundo. Se ele depende de outros prestadores de serviço para fazê-lo, é seu papel fiscalizar e monitorar a atuação desses terceirizados para que eles não falhem em suas respectivas atribuições. **Se a origem da falha vem de um (...) terceiro (...), persiste a responsabilidade do administrador fiduciário por não ter diligenciado** para que seus contratados o apoiem na atividade da forma adequada e necessária.

17. Quando a Acusada diz que a falha é de “responsabilidade” de terceiros, não quer dizer que ela está necessariamente negando sua responsabilidade regulatória pelo dever de *evitar* tais erros. Está apenas dizendo que foi causado por terceiros que tinham a obrigação contratual de desempenhar determinadas atividades corretamente. Assim como se a atividade fosse verticalizada, a mera ocorrência de falhas não significaria a inexistência de controles internos, apenas sua imperfeição. Novamente, o que se deve avaliar é qual a reação adotada diante da constatação de falhas: se houve ou não alguma medida voltada a reduzir a probabilidade de ocorrência de novas falhas.

18. Mas o raciocínio de que *houve falha, logo não há controle* se repete: veja-se no §81 acima, quando a Acusação diz, no trecho que negritei, que **se teve falha de um terceiro, há responsabilidade da administradora fiduciária por não ter diligenciado**. É automático: se houve falha, é porque a administradora **não diligenciou**.

19. Veja-se, por fim, mais uma manifestação clara desse raciocínio na peça acusatória. No §91, fica nítido que a recorrência de falhas no envio de informações é o que atestaria a inadequação dos controles. Em seguida, §§93-94 chega-se ao extremo em que os controles são considerados “inadequados” porque **um evento** de informação inconsistente foi identificado, **seis meses** após sua adoção:

91. Assim, o que se concluiu (sic) dos elementos que constam deste Termo de Acusação foi a recorrência do envio de informações indevidas para a CVM a respeito da liquidez dos fundos administrados, **o que demonstra claras falhas nos controles operacionais (...)**.

92. Da mesma forma, a [acusada que firmou termo de compromisso] chegou mesmo a apresentar um Plano de Ação com o compromisso de que revisaria as informações relativas à liquidez dos fundos de investimento até 15/12/2021. Contudo, mesmo diante desse compromisso, o fato é que (...) **um novo evento de informação inconsistente foi observado** pela área técnica da CVM em relação ao fundo Eloy em junho de 2022.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

20. É esse tratamento de deveres de diligência como obrigação de resultado, levando a uma responsabilização objetiva e que em última análise impõe deveres de atendimento impossível ou economicamente impraticável, que o Colegiado corretamente afastou no precedente a que me referi mais acima, e cujas preocupações entendo também pertinentes neste caso. A tese acusatória aqui contém **outros elementos** que, como discorri anteriormente, justificam satisfatoriamente a punição, mas o alerta ainda me parece necessário.

21. Com tais observações, acompanho a Diretora Relatora, votando pela condenação nos termos propostos em seu ilustre voto.

Brasília, 8 de abril de 2025.

João Accioly

Diretor Relator



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

FOLHA DE ASSINATURA

DO VOTO DJA

(Doc. nº 2301408)

Assina o Voto DJA, nos termos do Doc. nº2301408.

João Accioly
Diretor



Documento assinado eletronicamente por **João Carlos de Andrade Uzêda Accioly, Diretor**, em 09/04/2025, às 10:57, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



A autenticidade do documento pode ser conferida no site https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, informando o código verificador **2301409** e o código CRC **DD866C4B**.

*This document's authenticity can be verified by accessing https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" **2301409** and the "Código CRC" **DD866C4B**.*