



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 N° 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 apontei 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 descumpre 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

<p>tenham sido as medidas adotadas para evitá-lo. <i>Tertium non datur</i>: ou a acusação é inepta, ou é carente de provas.</p> <p>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.</p>	<p>→ A Defendente aponta alguns controles que afirmou ter adotado. Porém, a Acusação contesta as afirmações, dizendo que não foram adotados.</p>
--	--

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 Acusaçāo.

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 Acusaçāo, 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/ RCVM 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 **incluir 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 disseri 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