L. 15 Anos de Jurisprudência da CVM sobre Fundos de Investimento: O que fica e o que vai embora com a Resolução CVM nº 175?

Luciana Dias[1]

Fernanda Mansur[2]

Gabriela Teixeira[3-4]

I. Introdução

O que o passado pode nos dizer a respeito do futuro? É comum responder a essa pergunta dizendo que conhecer o passado nos ajuda a entender o presente e a criar melhores hipóteses sobre como será o futuro. Ao menos no direito, esse é sempre um exercício fundamental.

Compreender interpretações já emanadas dos agentes estatais responsáveis pela aplicação de certas regras ou, em outras palavras, conhecer precedentes, ajuda os operadores do direito a entender como tais órgãos estarão propensos a aplicar a norma em situações futuras. Esse exercício de interpretação do passado influencia na criação de estrutu-

---

1 Luciana Dias é Professora da Escola de Direito da Fundação Getulio Vargas (desde 2008) e sócia do L|Dias Advogados (desde 2016). Foi diretora da Comissão de Valores Mobiliários - CVM (2010 -2015); Superintendente de Desenvolvimento do Mercado da CVM (2008 - 2010). Representante da CVM no Comitê de Governança Corporativa da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico - OCDE (2011 – 2015) e na Mesa Redonda de Governança Corporativa da América Latina organizada pela OCDE (2009 – 2015). Doutora (2014) e Mestre (2005) em Direito Comercial pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo - USP. Mestre em Direito pela Escola de Direito da Universidade de Stanford (*Master of the Science of Law* - J.S.M., 2005).

2 Fernanda Mansur é doutoranda e mestre em Direito dos Negócios pela Escola de Direito da Fundação Getulio Vargas e advogada do L|Dias Advogados.

3 Gabriela Teixeira é mestranda em Direito dos Negócios pela Escola de Direito da Fundação Getulio Vargas, Mestre em Direito Comercial pela Faculdade de Direito da Universidade de Cambridge (*Master of Corporate Law*, 2023) e advogada do L|Dias Advogados.

4 As autoras agradecem a Nicole Soluri pela atuação como assistente de pesquisa e pelo auxílio no levantamento dos dados analisados.

ras, processos e induz comportamentos. Em especial, no mundo empresarial, normas e precedentes ajudam as instituições a criar as estruturas de governança, os processos internos, os sistemas de controles e as políticas internas que induzirão a conduta de seus colaboradores e as práticas operacionais e comerciais da empresa.

Esse exercício de interpretação do passado pode ficar mais complexo conforme normas e contextos mudam. É por isso que há um valor em conduzir reformas de maneira parcimoniosa. Mudar aos poucos contribui para que os agentes afetados pelo conjunto de normas em mutação consigam se adaptar melhor, de maneira mais organizada e menos custosa, ao mesmo tempo que preserva boa parte das interpretações emanadas e dos precedentes, gerando previsibilidade e, em última instância, maior segurança jurídica.

Mas, nem sempre é possível mudar devagar. Muitas vezes, o contexto ou os participantes do mercado regulado, ou ambos, exigem grandes mudanças. Foi isso que aconteceu com a indústria de fundos recentemente.

Por quase duas décadas[5], diante da ausência de lei específica para tratar dos fundos de investimento, a Comissão de Valores Mobiliários ("CVM") dedicou parte significativa da sua atividade normativa à edição de diversas instruções que, gradativamente, criaram o arcabouço regulatório brasileiro de fundos de investimento.

Esse conjunto de normas foi continuamente testado no âmbito das atividades de fiscalização e sancionadora da autarquia. Com base nos desafios práticos identificados em casos concretos e com as demandas por novos produtos, a CVM, ao longo dos anos, revisitou e aprimorou suas normas sobre fundos de investimento e os prestadores de serviços desses produtos financeiros para acompanhar as práticas do mercado e, muitas vezes, para permitir o crescimento e diversificação da indústria. Isso re-

5 Entre 2001, quando a CVM recebeu a competência regulatória sobre todos os fundos de investimento por meio da alteração introduzida no art. 2º, inciso V, da Lei nº 6.385, de 1976, pela Lei nº 10.303, de 2001, que incluiu, dentre os valores mobiliários sujeitos ao regime da lei, as cotas de fundos de investimento e 2019, quando a Lei de Liberdade Econômica foi editada.

sultou em um arcabouço regulatório amplo e sofisticado, mas também complexo e disperso.

Com frequência, participantes do mercado e a doutrina especializada apontavam, de um lado, uma suposta fragilidade no fato de que uma indústria tão relevante era regulada quase que exclusivamente por instruções normativas editadas pela CVM. Uma segunda crítica comumente ouvida era sobre a necessidade de uma sistematização das normas que muitas vezes davam tratamentos distintos a fenômenos semelhantes a depender da espécie de fundo adotada.

Mas, sobretudo, havia uma percepção bastante distinta entre como a antiga regulação disciplinava a distribuição de tarefas e responsabilidades entre os prestadores de serviços dos fundos de investimento e aquilo que os participantes de mercado entendiam ser a divisão mais adequada de funções e responsabilidades.

Em boa medida, essas críticas deram origem à inclusão dos fundos de investimento na Medida Provisória nº 881, de 30 de abril de 2019, convertida na Lei nº 13.874, de 20 de setembro de 2019 ("Lei de Liberdade Econômica"). A Lei da Liberdade Econômica alterou o Código Civil para, dentre outras mudanças, tratar dos fundos de investimento, conferindo a eles a natureza de condomínio especial, possibilitando a criação de fundos com responsabilidade limitada e estabelecendo uma série de outras regras relativas à responsabilidade dos prestadores de serviço que precisavam ser refletidas ou reguladas nas instruções normativas que até aquele momento constituíam o arcabouço normativo dos fundos.

A CVM, respondendo ao desafio de regular a Lei de Liberdade Econômica, bem como ao conjunto de críticas resumidamente colocado acima, editou, em 2022, a Resolução CVM nº 175, que revogou 39 instruções normativas e se tornou, em conjunto com os poucos dispositivos trazidos por referida lei, o marco regulatório dos fundos de investimento no Brasil. A própria CVM muitas vezes se refere a essa grande reforma como a Revolução 175.

De um lado, a Resolução CVM nº 175, de 2022, sistematizou as normas já existentes tornando-se a base para todos os fundos de investi-

mento e tornando a regulação específica relativa a cada tipo de fundo um anexo a esta norma principal. Muitos comandos do corpo da Resolução CVM nº 175 têm conteúdo idêntico ao que já vigia até 2022 e alguns anexos reproduzem inteiramente instruções específicas anteriormente vigentes. Consequentemente, foram preservadas, ainda que em parte, orientações emanadas no passado, bem como a interpretação dada a tais normas no âmbito de processos sancionadores. É o caso, por exemplo, das regras a respeito dos deveres fiduciários dos prestadores de serviço, da divulgação de informações periódicas, assim como das normas sobre fundos imobiliários e fundos de investimento em participação.

De outro, a nova regulamentação introduziu muitas inovações relevantes, tais como a estruturação dos fundos em classes e subclasses, a equiparação do gestor à condição de prestador de serviço essencial, a redistribuição de funções e responsabilidades entre administrador, gestor e custodiante e mudanças importantes nas regras de taxas e remuneração.

Diante dessa imensa reforma que ora preserva ora inverte a lógica do passado, talvez este seja um bom momento para refletir em que medida a jurisprudência que vinha sendo construída pela CVM contribui para a interpretação da nova norma e no que tais precedentes tendem a ser alterados pelas inovações trazidas pela Resolução CVM nº 175, de 2022.

Este artigo se presta a fazer esse exercício de mergulhar na jurisprudência da CVM dos últimos 15 anos. O texto que segue analisa todos os processos administrativos sancionadores ("PAS") julgados pelo Colegiado da CVM entre 2010 e 2024 a respeito de fundos de investimento. Essa investigação tem dois objetivos principais.

Primeiro, explorar a evolução da jurisprudência da CVM aplicável aos fundos de investimento, a fim de identificar as principais tendências da atividade sancionadora da autarquia relativas aos fundos e seus prestadores de serviço. Em especial, este trabalho tem o objetivo de analisar quais são os principais temas que chegam à discussão em um processo administrativo sancionador, como chegam e, ainda, quais tipos de fundo são mais propensos a figurar em processos sancionadores, assim como quais agentes da indústria de fundos estão sendo alvo da CVM.

O segundo objetivo é refletir de que forma a entrada em vigor da Resolução CVM nº 175, de 2022, impacta a jurisprudência construída pela autarquia e, mais do que isso, como a jurisprudência pode contribuir e orientar a interpretação do novo diploma legal naquilo que foi preservado em relação ao arcabouço regulatório anterior.

Para explorar esses objetivos, o presente artigo está dividido em três partes, além desta Introdução. A Seção II apresenta em detalhes a metodologia empregada para obtenção dos dados que constituíram o corpo empírico analisado neste artigo. A Seção III, em seguida, analisa os dados levantados relativos aos processos sancionadores julgados na CVM envolvendo fundos de investimento nos últimos 15 anos. Por fim, a Seção IV resume as principais conclusões deste artigo.

II. Metodologia

Este artigo analisou todos os processos administrativos sancionadores julgados pelo Colegiado da CVM entre 2010 e 2024 a respeito de fundos de investimento[6]. Excluiu-se da base de dados aqueles processos que mencionavam fundos de investimento de forma incidental. Ou seja, foram considerados para a composição da base de dados apenas os processos sancionadores cujo tema central era a regulação de fundos de investimento[7]. Isto resultou em uma base de 74 processos julgados.

---

6 Os processos foram catalogados a partir da checagem das pautas de todas as sessões de julgamento realizadas neste período, conforme disponibilizadas no endereço eletrônico da autarquia, consultadas entre julho e dezembro de 2024.

7 O levantamento inicial encontrou 97 PAS julgados pela CVM envolvendo fundos de investimento. Da análise qualitativa realizada para formação do corpo empírico do trabalho, foram excluídos 23 processos que envolviam fundos de investimentos apenas de forma incidental. Desses 23 processos, 10, por exemplo, tratavam das normas da profissão aplicáveis aos auditores independentes, que foram questionadas no contexto da prestação de serviços para fundos de investimento. Além dos processos excluídos em razão da temática, houve o agrupamento de dois julgamentos ocorridos em datas diversas sobre o mesmo processo, o PAS nº 07/2012. O primeiro julgamento ocorreu em 07.03.2017, e o segundo, em 06.03.2018, em razão do reconhecimento da nulidade do julgamento inicial quanto à punição de um dos diretores da gestora acusada. Apesar de o acusado ter sido submetido a um novo julgamento, a condenação manteve os termos do julgamento anterior, de modo que o resultado final permaneceu integralmente inalterado.

Construída a base de processos a ser analisada, os seguintes dados foram extraídos de cada processo: (i) número do processo; (ii) data de julgamento; (iii) diretor(a) relator(a); (iv) tipos de fundos envolvidos; (v) impulso inicial da investigação; (vi) tema geral do caso; (vii) imputações atribuídas aos prestadores de serviços dos fundos (administradores, gestores, custodiantes e auditores); e (viii) resultado do julgamento em relação a administradores, gestores, custodiantes e auditores.

Dos dados catalogados, foi possível analisar informações relativas à origem dos processos sancionadores, tipos de fundos objeto desses processos, sujeitos responsabilizados e os temas centrais desses processos relativos a fundos de investimento. Especificidades sobre a metodologia para obtenção, tratamento e catalogação desses dados estão descritas nas seções que tratam da análise das informações obtidas que compõem a próxima seção deste artigo.

III. Principais resultados encontrados

A. Como se iniciam os processos sancionadores na CVM?

O estudo realizou um levantamento a respeito da origem de cada um dos processos analisados, considerando o que motivou o início da investigação que resultou na instauração de processo administrativo sancionador[8].

Tipicamente, um processo sancionador pode ter quatro origens. Primeiro, uma investigação pode surgir a partir de reclamações de investidores. A CVM, por meio da Superintendência de Orientação aos Investidores e Finanças Sustentáveis ("SOI"), presta um serviço de atendimento a cidadãos por meio do qual recebe reclamações e denúncias a respeito de seus regulados. A SOI encaminha essas reclamações e de-

8 A instauração de um processo administrativo sancionador deve ser precedida de uma fase pré-sancionadora, à qual cabe às superintendências da CVM de acordo com suas divisões temáticas. A depender do ano analisado, a atividade sancionadora da CVM será regida por diferentes regras, quais sejam: Deliberação CVM nº 538, de 2008; Instrução CVM nº 607, 2019; e Resolução CVM nº 45, de 2021.

núncias aos regulados nelas mencionados para que eles se manifestem a respeito da demanda do cidadão.

Muitas dessas reclamações e denúncias se resolvem tão logo o regulado toma conhecimento da situação, seja por meio de acordos privados com os reclamantes, ou pelo envio de esclarecimentos pelo regulado ao investidor e à CVM, relatados em sua resposta encaminhada em atendimento ao requerimento de manifestação da SOI. Assim, muitas reclamações e denúncias são arquivadas pela SOI em virtude dessa primeira manifestação do regulado.

Mas, caso a manifestação do regulado em resposta à CVM não seja suficiente para dirimir as suspeitas de irregularidades levantadas pela reclamação do cidadão, então a SOI encaminha tanto a reclamação ou denúncia feita pelo cidadão, quanto a resposta dada pelo regulado, para as áreas técnicas competentes, inclusive a Superintendência de Supervisão de Investidores Institucionais ("SIN"), responsável, entre outros assuntos, pela supervisão dos fundos de investimento financeiros e dos fundos de investimento em participação ("FIP"), e para Superintendência de Securitização e Agronegócio ("SSE") que cuida, entre outros assuntos, da supervisão de fundos de investimento em direito creditórios ("FIDC") e fundos de investimento imobiliário ("FII")[9].

As respectivas áreas técnicas analisarão esse material e, confirmada a suspeita de irregularidade, iniciarão um processo administrativo para investigar tal reclamação ou denúncia que, corroborados os indícios, pode culminar na abertura de um processo administrativo sancionador.

A segunda origem de um processo administrativo sancionador é a comunicação por parte de outros participantes do mercado, tais como

---

9 De acordo com o art. 34, inciso I, do Regimento Interno da CVM, constante no Anexo I da Resolução CVM nº 24, de 2021, é competência da SIN atuar nas atividades de registro, supervisão, orientação, sanção e apoio à normatização no âmbito de fundos de investimento, exceto aqueles que envolvam atividade de securitização ou imobiliária que estão sob competência da SSE, que, por sua vez, é responsável por supervisionar fundos de investimento que envolvam a atividade de securitização, do agronegócio ou imobiliária, conforme o art. 73, inciso I, do Regimento Interno. Por tal razão, mesmo que a supervisão dos FIDC e FII tenha sido transferida da SIN à SSE quando da sua criação, por meio da Deliberação CVM nº 870, de 2021, a supervisão sobre os FIP permaneceu sob a responsabilidade da SIN.

corretoras e administradores fiduciários que estejam obrigados a reportar à CVM indícios de irregularidade[10]. Essa comunicação é feita diretamente pelo participante ao órgão responsável pela sua própria fiscalização. Após o recebimento da comunicação, ela é encaminhada à área técnica competente, a quem cabe iniciar as investigações, o que pode resultar na instauração de um processo administrativo para apurar a conduta do participante denunciado e, confirmados os indícios, na abertura de um processo administrativo sancionador.

A terceira origem de um processo administrativo sancionador é a comunicação de outros órgãos estatais, entidades autorreguladoras ou associações com as quais a CVM tenha celebrado convênio para estabelecer a troca de informações sobre eventuais irregularidades. O convênio com o Banco Central do Brasil ("BACEN"), por exemplo, foi celebrado em 5 de julho de 2002, a partir da edição da Lei Complementar nº 105, de 2001, que, em seu art. 7º, parágrafo único, estabeleceu que a CVM e o BACEN manterão intercâmbio de informações permanente.

Em 8 de maio de 2008, a autarquia também celebrou Acordo de Cooperação Técnica com o Ministério Público Federal ("MPF"), que vem tendo a sua vigência prorrogada desde então[11], assim como com a Polícia Federal, em 18 de março de 2010. Em 10 de março de 2015, foi celebrado o Acordo de Cooperação Técnica com o Conselho de Controle de Atividades Financeiras ("COAF").

Em relação às entidades autorreguladoras, a CVM celebrou convênios a respeito da troca de informações sobre fundos de investimento com a B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão ("B3") em 24 de abril de 2017[12],

10 A obrigação de determinados participantes do mercado reportarem à CVM sempre que verifiquem, no exercício de suas atribuições, a ocorrência ou indícios de ocorrência de violação da legislação que incumbe à CVM fiscalizar está prevista no art. 18, inciso VIII, da Resolução CVM nº 21, de 2021, em relação aos administradores de carteiras e no art. 33, inciso IV, da Resolução CVM nº 35, de 2021, em relação aos intermediários.

11 O Acordo de Cooperação Técnica com o MPF teve sua vigência prorrogada por períodos sucessivos de 60 meses por meio da celebração de três termos aditivos, celebrados em 13 de maio de 2013, 17 de maio de 2018 e 10 de maio de 2023.

12 De acordo com as informações divulgadas pela CVM, o primeiro acordo celebrado entre a autarquia e a bolsa de valores sobre o desenvolvimento de sistemas eletrônicos conjuntos é de 15 de maio de 1997, ocasião em que o convênio foi

e com a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais ("ANBIMA") em 18 de julho de 2018[13].

Finalmente, a quarta maneira pela qual um processo sancionador pode surgir é por meio da supervisão ordinária da CVM. Desde 2009, a CVM adota um modelo de supervisão baseada em risco ("SBR"), por meio do qual cada área técnica da CVM identifica, mensura e classifica, em termos de probabilidade de ocorrência e potencial de dano, os riscos relacionados ao segmento do mercado que supervisiona.[14]

Os eventos de riscos identificados pelo regulador são então detalhados em um Plano Bienal que descreve cada risco e as ações específicas de supervisão que serão adotadas pela CVM no decorrer de dois anos. O objetivo é que a divulgação do plano de atuação da CVM junto a seus regulados antecipe a correção do mercado e minimize a probabilidade de concretização do risco identificado.

Esse plano bienal de supervisão é público[15], aprovado até dezembro do ano anterior ao início do biênio a que se refere[16], e descreve com alguma precisão grande parte das ações de supervisão que as áreas técnicas da CVM farão durante o biênio seguinte.

---

celebrado com a Bolsa de Valores de São Paulo, que foi sucedida pela BM&F Bovespa, a qual, por sua vez, foi sucedida pela B3. Desde então, diversos convênios foram celebrados pelas duas entidades para aprimorar e otimizar as atividades de fiscalização desenvolvidas por elas, o que inclui o compartilhamento de informações.

13 O primeiro convênio celebrado pela ANBIMA com a CVM para intercâmbio de informações em geral entre as duas entidades é de 20 de agosto de 2008, ocasião em que foi celebrado com a Associação Nacional de Bancos de Investimento (ANBID), que foi incorporada pela ANBIMA em 21 de outubro de 2009. Por meio da celebração do primeiro aditamento ao convênio em 25 de maio de 2010, ANBIMA e CVM reconheceram que a ANBIMA sucedeu a ANBID após a sua incorporação, assumindo todos os direitos e obrigações atribuídos anteriormente a ela por meio do convênio.

14 A adoção de um modelo de supervisão baseado em risco pela CVM foi determinada pela Resolução CMN nº 3.427, de 2006, que definiu o que seria tal modelo, assim como estabeleceu os mecanismos institucionais mínimos a serem adotados pela CVM ao implementar o seu sistema de Supervisão Baseada em Risco. Atualmente, o SBR é regulado pela Resolução CVM nº 53, de 2021.

15 Cf. parágrafo único do art. 34 da Resolução CVM nº 53, de 2021.

16 Arts. 30 e 31 da Resolução CVM nº 53, de 2021.

Os participantes do mercado regulados pela CVM são também classificados em função do potencial de risco que trazem para o cumprimento dos mandatos legais da CVM. Desse modo, a intensidade e profundidade das ações de supervisão variam para cada grupo de regulados. Essa matriz que mede o impacto de cada participante do mercado, no entanto, é de uso interno da CVM. Em outras palavras, se, de um lado, uma análise cuidadosa do Plano de SBR permite saber sobre o que a CVM perguntará, de outro, não será possível extrair dele para quem especificamente a autarquia dirigirá a pergunta.

O resultado da supervisão da CVM é relatado em relatórios anuais que também são públicos[17]. Tais documentos discutem o resultado da supervisão, muitas vezes, indicando quais critérios as áreas técnicas utilizaram para tratar determinada conduta como grave o suficiente para iniciar processos sancionadores ou tomar outras medidas educativas.

A SIN tem, historicamente, figurado como a área técnica encarregada de fiscalizar a maior quantidade dos eventos de risco identificados pela CVM no contexto do SBR.[18] Ela foi uma das primeiras superintendências a aderir a esse sistema de supervisão e desde então figurou em todos os planos bienais. Esse protagonismo da SIN no contexto do SBR, em grande medida, é um reflexo tanto da expressiva quantidade de agentes regulados sob sua alçada, quanto do contínuo crescimento da indústria de fundos de investimento.

A SIN tem apostado em duas estratégias para fazer frente ao desafio de fiscalizar um mercado tão amplo e dinâmico. De um lado, a Superintendência tem ampliado o uso de sistemas eletrônicos e outras ferramentas tecnológicas que permitem automatizar seus processos, tornando-os mais ágeis e eficientes. Em 2021, por exemplo, a Superintendência aprimorou a sua supervisão a partir da curadoria e

17 Arts. 32 e 34 da Resolução CVM nº 53, de 2021.

18 Nos planos bienais de 2023-2024 e de 2025-2026, seis eventos de risco ficaram sob a tutela da SIN, sendo, para os dois planos, a área com maior número de eventos de risco sob sua responsabilidade.

ciências de dados[19] e, em 2023, passou a adotar um sistema de avaliação de administradores fiduciários, por meio do tratamento e sistematização de dados enviados pelos administradores e gerados pela autarquia na sua atividade fiscalizatória[20].

De outro lado, a segunda estratégia consiste no reforço de parcerias para a fiscalização da indústria de fundos, como os já mencionados acordos com o BACEN, a B3 e a ANBIMA, cujo convênio com a CVM prevê o envio diário à SIN de prestações de contas dos trabalhos desenvolvidos sobre a consistência dos dados informados por determinados fundos[21].

A SSE, por sua vez, criada em 2021[22], com competência para fiscalização de fundos de investimento que envolvam atividade de securitização, do agronegócio ou imobiliária, passou a figurar no plano de supervisão baseado em risco relativo ao biênio de 2025-2026, assumindo a tutela de um dos eventos de risco lá indicados. Mesmo antes de figurar no Plano de SBR, a SSE já vinha assumindo antigas funções de fiscalização da SIN em relação aos fundos sob sua alçada e organizando sua supervisão com base na matriz de risco desenvolvida pela SIN.

Diante dessas quatro possibilidades de impulso inicial para processos sancionadores, os 74 processos da amostra deste artigo foram analisados para identificar a sua a origem. Em dois casos não foi possível fazer tal identificação[23], sendo que os demais casos foram segregados nas quatro

---

19 O novo sistema, baseado na extração, processamento e análise de dados, permitiu o aprimoramento da fiscalização das taxas de administração cobradas por fundos de varejo. Disponível em: https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/2021/cvm-aprimora-fiscalizacao-e-supervisao-em-taxas-de-administracao-de-fundos-de-varejo Último acesso em 04.02.2025.

20 Disponível em: https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/2023/cvm-desenvolve-sistema-de-avaliacao-de-administradores-fiduciarios Último acesso em 04.02.2025.

21 O convênio, celebrado em 2018, foi aditado em 2023 para incluir o compartilhamento diário de informações recebidas pela ANBIMA no âmbito da autorregulação dos fundos de investimento. Disponível em: https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/2023/cvm-assina-termo-aditivo-em-acordo-de-cooperacao-com-anbima-1 Último acesso em 04.02.2025.

22 Criada por meio da Deliberação CVM nº 870, de 2021.

23 É o PAS CVM nº 19957.011140/2018-70, Dir. Rel. Gustavo González, j. em 08.02.2021 e o PAS CVM nº 19957.000622/2015-51, Dir. Rel. Pablo Rentería, j. em 11.09.2018.

categorias exploradas acima: (i) supervisão ordinária; (ii) reclamação de investidores; (iii) comunicação recebida de outros participantes do mercado e (iv) comunicação recebida de outras autoridades públicas ou de entidades de autorregulação.[24] Os resultados encontrados a partir do levantamento realizado podem ser vistos na Tabela 1 abaixo:

Tabela 1 - Relação de números de PAS julgados nos últimos 15 anos pela CVM envolvendo fundos de investimento classificados por espécie de impulso inicial que originou a investigação

Origem do Impulso Inicial	**Nº**	**%**
Reclamação de investidores	7	9%
Comunicação de outros participantes de mercado	6	8%
Recebimento de informações por órgãos públicos ou entidades autorreguladoras	10	13%
Supervisão da CVM	50	67%
Não identificado	2	3%
Total	**75**[25]	**100%**

Primeiro, vale notar que a pesquisa encontrou somente sete casos, correspondente a 9% da amostra, em que a origem do processo sancionador tenha sido a reclamação de investidores. Isso, de alguma maneira, é surpreendente tendo em vista o fato de que investimentos de pessoas físicas em fundos no Brasil totalizaram R$ 1,79 trilhão no terceiro trimestre de 2024.[26]

---

24 Há casos em que o processo sancionador teve origem em mais de um processo administrativo que investigou conduta e cada um desses processos se iniciou por uma razão diferente. Nesses casos, quando algum dos processos administrativos que deram origem ao PAS teve como impulso inicial reclamação ou recebimento de informações, ainda que os demais tenham tido início pela supervisão da CVM, consideramos a reclamação ou o recebimento de informações para a contagem. Também houve caso em que o impulso inicial do PAS se deu tanto por reclamação de investidor, como por comunicação de outros participantes do mercado, de forma que este processo foi contabilizado duas vezes na tabela.

25 O número total de apontamentos foi superior ao número de processos da amostra porque em um dos casos analisados o impulso inicial do PAS se deu tanto por reclamação de investidor, como por comunicação de outros participantes do mercado, de forma que este processo foi contabilizado duas vezes na tabela. É o caso do PAS CVM nº RJ2014/3161, Dir. Rel. Flávia Perlingeiro, julgado em 10.11.2020.

26 Cf. Dados divulgados pela ANBIMA em 26 de setembro de 2024. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/noticias/investimentos-dos-brasileiros-ultrapassam-r-7-22-trilhoes-e-avancam-11-5-em-2024.htm Último acesso em 3.01.2025.

Uma das razões que poderia explicar esse número tão baixo é que investidores recorrem diretamente ao judiciário para questionar a conduta dos prestadores de serviços dos fundos, uma vez que a CVM não tem poder para determinar indenização de investidores e que, na justiça comum, eles podem se valer das prerrogativas previstas no Código de Defesa do Consumidor ("CDC"), hipótese que precisaria ser testada em outros estudos.

A pesquisa encontrou dez casos, e, portanto, 13% da amostra, em que o impulso inicial da investigação pela CVM foi o recebimento de informações de outras entidades de autorregulação do mercado ou de órgãos públicos. Em dois casos as informações foram recebidas do MPF e em outros três casos as informações foram recebidas da Secretaria da Previdência do Ministério da Fazenda. Nos demais casos, quem enviou informações para a CVM foi o BACEN, a BSM – Supervisão de Mercados, a Central de Custódia e Liquidação Financeira de Títulos Privados (CETIP), o COAF e a *Financial Industry Regulatory Authority* (FINRA).

Ainda que a proporção de casos em que a CVM agiu a partir de informações recebidas de outros órgãos reguladores e autorreguladores não seja especialmente relevante, a existência desses casos demonstra os frutos da colaboração entre os órgãos do mercado, que auxilia o trabalho de supervisão da CVM. E estas trocas de informações não parecem tender a diminuir no futuro, considerando que a CVM segue no intuito de celebrar convênios de cooperação e intercâmbio de informações com outras entidades do mercado[27].

A análise apontou que em seis casos, que correspondem a 8% da amostra, o impulso inicial do processo administrativo na CVM se deu em função da comunicação de outros participantes de mercado, no cumprimento de seu dever de reportar à CVM indícios de irregularidades.

---

27 Por exemplo, em março de 2024, a CVM firmou convênio de intercâmbio de informações com a BSM – Supervisão de Mercados. Disponível em: https://www.bsmsupervisao.com.br/w/bsm-e-cvm-firmam-acordo-de-cooperacao-para-disciplinar-o-intercambio-e-acesso-a-dados-e-informacoes-entre-as-instituicoes. Último acesso em 28.01.2025.

Finalmente, como demonstrado na Tabela 1 acima, a grande maioria dos processos sancionadores julgados pelo Colegiado da CVM sobre regulação de fundos de investimento teve origem na própria atividade de supervisão da CVM. Isso, de alguma forma, demonstra que a autarquia tem conseguido se adiantar aos riscos existentes e agido antes da percepção de sua materialização pelo mercado ou por outros reguladores, uma vez que a vasta maioria dos processos nascem por iniciativa da própria autarquia, sem motivação de investidores ou outros órgãos de supervisão.

Mais que isso, o levantamento observou que ao longo dos anos a atividade de supervisão da CVM apresenta uma tendência contínua de crescimento como fonte de processos sancionadores. É o que mostra a Figura 1 abaixo:

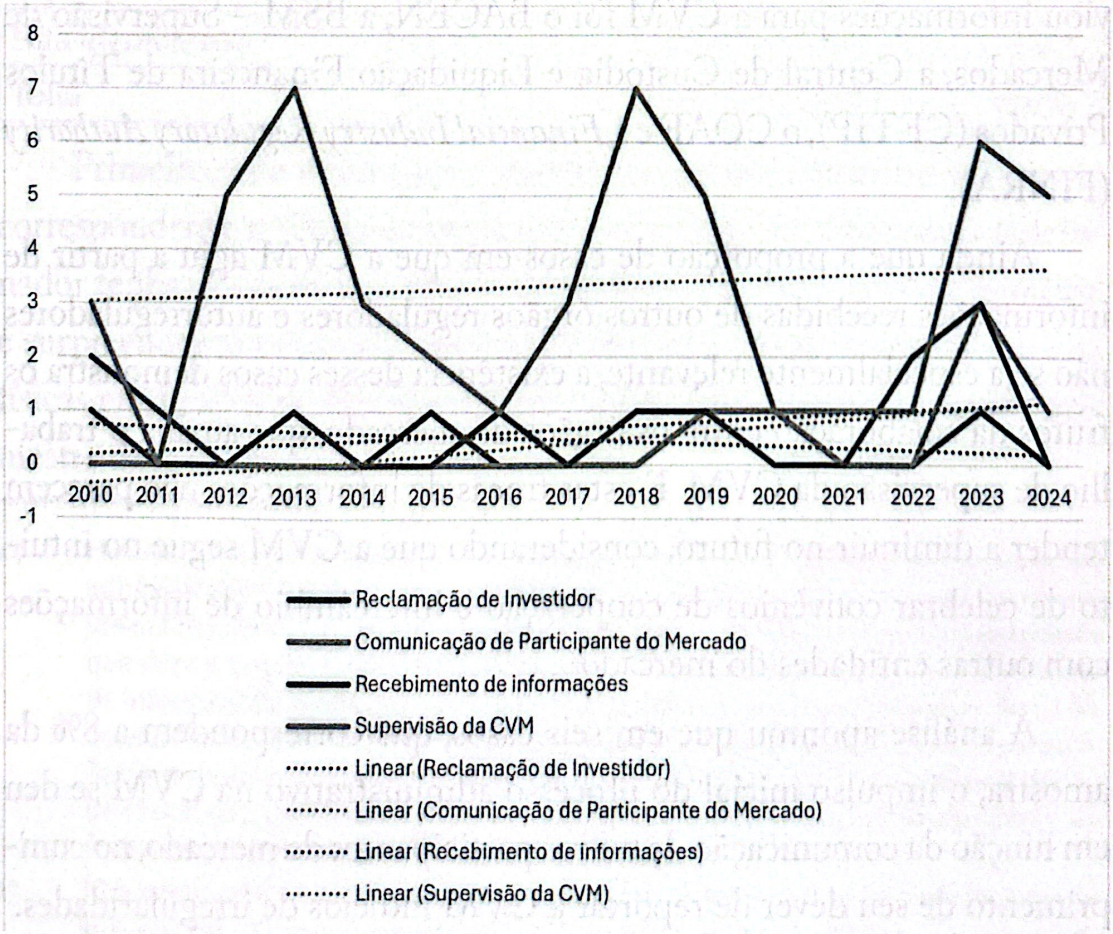


Figura 1 – Gráfico do número de PAS julgados, ano a ano, nos últimos 15 anos na CVM em que fundos de investimento são envolvidos, classificados por tipo de impulso inicial, incluindo linhas de tendência de crescimento

Há outros pontos que merecem ser notados na figura acima. Primeiro, que o impulso inicial a partir de reclamação de investidores apresentou ao longo dos anos uma tendência de diminuição.

Outro aspecto relevante que a Figura 1 mostra é que a comunicação de participantes do mercado foi a origem de processos sancionadores que mais cresceu no período analisado – a provável razão para isso é que o comando normativo que determina que administradores fiduciários comuniquem à CVM indícios de irregularidades foi introduzido no arcabouço regulatório de fundos em 2016, com o início da vigência da Instrução CVM nº 558, de 2015[28]. Mesmo sendo um mecanismo relativamente recente, a comunicação de indícios de irregularidade por participantes do mercado parece ser uma maneira eficiente de a CVM ser informada a respeito de eventuais violações à sua regulamentação, uma vez que o mecanismo deu origem a um número significativo de processos sancionadores.

Finalmente, embora em curva menos acentuada, é importante notar que o recebimento de informações por meio de convênios firmados com outros órgãos de supervisão e com autorreguladores também vem evoluindo no tempo como forma de impulso dos processos sancionadores. A percepção é que esta fonte também tende a continuar crescendo uma vez que o número de convênios vem aumentando e muitos desses órgãos tem capacidade de supervisão e controle maiores que os da CVM.

B. Para que fundos a CVM olha?

A CVM tem dedicado cada vez mais esforços para regular e supervisionar a indústria de fundos de investimento e isto decorre da importância de tal indústria para o ambiente econômico brasileiro. Os fundos de investimento estão amplamente disseminados no Brasil tanto como produto de investimento coletivo, como também importante veículo de

28 O art. 16, inciso VIII, da Instrução CVM nº 558, de 2015, estabeleceu que o administrador de carteiras teria o dever informar à CVM sempre que verificar, no exercício das suas atribuições, a ocorrência ou indícios de violação da legislação que incumbe à CVM fiscalizar, no prazo máximo de 10 dias úteis da ocorrência ou identificação.

gestão de patrimônio e estruturação de investimentos. Essa popularidade é demonstrada em números - em dezembro de 2024, a indústria brasileira atingiu R$ 9,2 trilhões de patrimônio líquido[29].

Ainda mais impressionante do que os números absolutos é o fato de que, em quinze anos, que corresponde ao período dos precedentes analisados por este trabalho, a indústria sextuplicou o valor do patrimônio sob gestão[30], posicionando o Brasil como 7ª maior indústria de fundos de investimento do mundo, conforme dados do segundo trimestre de 2024 divulgados pela *International Investment Funds Association*[31].

A crescente importância da indústria de fundos de investimento no Brasil se reflete na atividade sancionadora da CVM cujo volume médio de processos julgados cresceu 75% neste período[32], conforme Figura 2 a seguir:

---

29 Cf. dados retirados do Boletim de Fundos de Investimentos divulgado mensalmente pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA). Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/fundos-de-investimento/boletim-de-fundos-de-investimentos/fundos-revertem-tendencia-e-fecham-2024-com-captacao-positiva-de-r-60-7-bilhoes.htm Último acesso em 26.01.2025.

30 Em dezembro de 2009, a indústria tinha R$ 1,4 trilhão de patrimônio líquido sob gestão e 8.798 fundos. Em dezembro de 2024, são R$ 9,2 trilhões de patrimônio líquido e 31.761 de fundos. Dados retirados do Boletim de Fundos de Investimentos divulgado mensalmente pela ANBIMA. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/fundos-de-investimento/boletim-de-fundos-de-investimentos/fundos-revertem-tendencia-e-fecham-2024-com-captacao-positiva-de-r-60-7-bilhoes.htm Último acesso em 26.01.2025.

31 Informação obtida a partir dos dados divulgados pela *International Investment Funds Association* a respeito do patrimônio líquido da indústria de fundos de cada país, referente ao segundo trimestre de 2024. Disponível em: https://iifa.ca/page/industry_statistics Último acesso em 26.01.2025.

32 O número de processos subiu, em média, 0,1857 processos por ano, ao longo dos 15 anos analisados, 14 dos quais foi possível observar o crescimento. Assim, tendo em vista a média inicial de 3,4476 processos por ano, verifica-se um aumento de 75,4% no número médio de processos por ano. Tais valores são calculados a partir da reta que melhor representa a evolução dos dados anuais, obtida por meio de uma regressão linear, demonstrada por meio da linha de tendência presente na Figura 2.

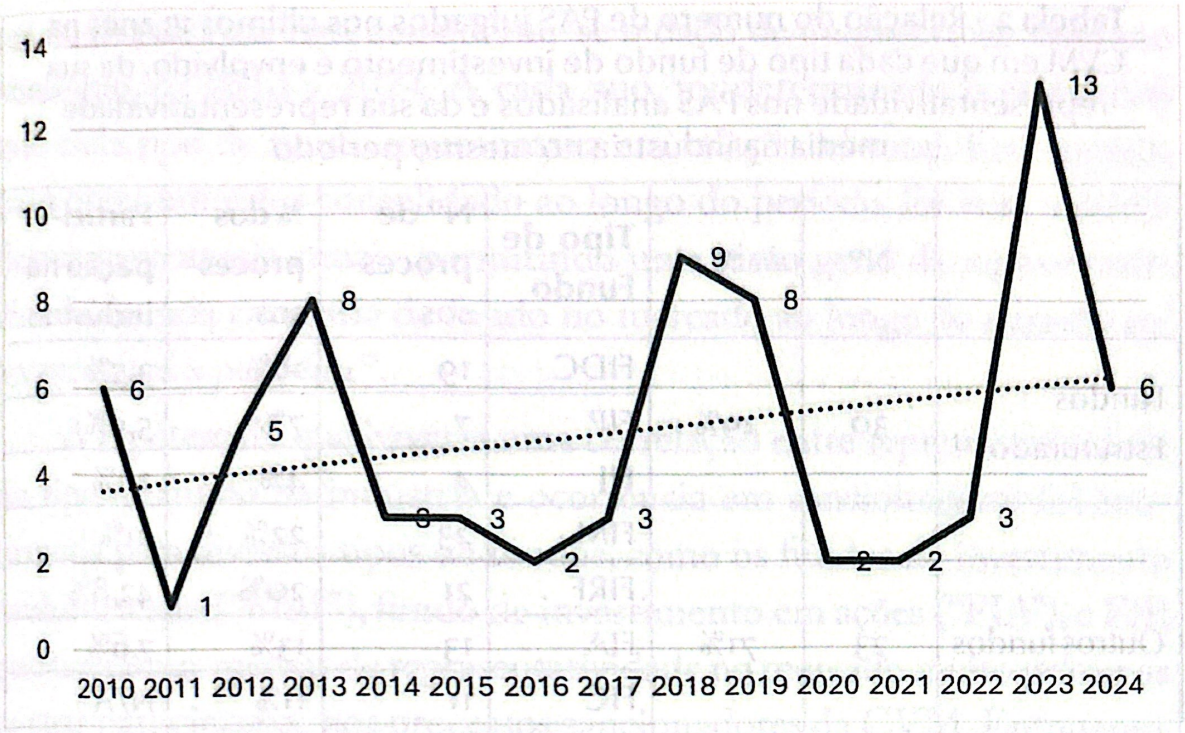


Figura 2 – Gráfico ano a ano demonstrando o número de PAS envolvendo a regulação de fundos de investimento julgados na CVM nos últimos 15 anos, com linha de tendência de crescimento

Para além dos números globais de processos julgados, a pesquisa também buscou identificar quais os tipos de fundos que estão, com maior frequência, sendo objeto da atividade sancionadora da CVM. Para tanto, a pesquisa coletou os dados sobre os tipos de fundos envolvidos nos processos sancionadores. Cabe notar que diversos casos analisados envolviam condutas de agentes em relação a mais de um fundo de investimento, de forma que em um mesmo caso pode ter sido contabilizado mais de um tipo de fundo. Assim, a soma total de ocorrências por tipo de fundo é superior ao número total de processos analisados.[33] Os números encontrados estão descritos na Tabela 2 a seguir:

33 Vale mencionar que não foi feita uma análise individualizada de quais fundos estavam envolvidos em cada processo. Dessa forma, a existência de um número x de processos envolvendo uma espécie de fundo de investimento não implica que haja x fundos de investimentos diferentes desta espécie envolvidos nos processos, tendo em vista que é possível que um mesmo fundo tenha constado em mais de um processo.

Tabela 2 - Relação do número de PAS julgados nos últimos 15 anos na CVM em que cada tipo de fundo de investimento é envolvido, da sua representatividade nos PAS analisados e da sua representatividade média na indústria no mesmo período

	Nº	%	Tipo de Fundo	Nº de processos	% dos processos	Participação na indústria
Fundos Estruturados[34]	30	29%	FIDC	19	18%	3,5%
			FIP	7	7%	5,9%
			FII	4	4%	2,1%
Outros fundos	73	71%	FIM	23	22%	21%
			FIRF	21	20%	42,8%
			FIA	13	13%	7,6%
			FIC	11	11%	N/A
			FIF[35]	5	5%	N/A
Total	103	100%	**Total**	**103**	**100%**	**82,9%[36]**

Para uma análise mais precisa da participação de cada tipo de fundo na base de processos levantada, foi necessário confrontar o número de processos com a representatividade de tal tipo de fundo no total da indústria. Se todos os tipos de fundos de investimento apresentassem o mesmo nível problemas, seria esperado que a proporção encontrada nos processos sancionadores fosse similar à representatividade existente no mercado.

A participação de cada tipo de fundo no mercado foi calculada a partir da proporção entre o patrimônio líquido do respectivo tipo de fundo e o patrimônio líquido total de fundos de investimento existen-

---

34 Foram contabilizados como fundos estruturados os FII, os FIP e os FIDC.

35 Os fundos de investimento financeiros que foram catalogados pela pesquisa são aqueles fundos de investimento regidos pelo Regulamento Anexo à Circular do Banco Central nº 2.616, de 1995, portanto, criados antes de 2004. Não foram identificados processos sancionadores que envolvessem fundos de investimento financeiro criados a partir da Resolução CVM nº 175, de 2022.

36 A soma total da participação na indústria dos fundos não é de 100% porque há tipos de fundos que são contabilizados para a formação total da indústria, como fundos cambiais ou fundos ETF, que não constaram nos processos sancionadores. Portanto, 82,9% indicam a representatividade dos fundos presentes em processos sancionadores e, por isso, refletidos na tabela.

tes no Brasil. Para isso, considerou-se o dado de dezembro de cada ano analisado, de 2010 a 2024. A cada ano, foi determinado o percentual que cada tipo de fundo representava em relação ao total. Em seguida, para obter um valor consolidado ao longo do período, foi feita a média desses percentuais anuais, permitindo uma visão geral da representatividade de cada categoria de fundo no mercado ao longo do período relevante para a pesquisa[37].

A hipótese de que haveria uma correlação entre representatividade do tipo de fundo na indústria e ocorrência em sancionadores foi confirmada para diversos tipos de fundos, como os fundos de investimento multimercado ("FIM"), fundo de investimento em ações ("FIA"), e FIP, que tiveram as médias de representatividade no mercado muito próximas às suas participações nos processos sancionadores da CVM. Entretanto, para outros tipos de fundos, como fundos de investimento em renda fixa ("FIRF"), FII e FIDC, foi encontrada uma disparidade substancial entre a sua representatividade no mercado e a participação do tipo de fundo em processos sancionadores na CVM, informação a partir da qual é possível extrair algumas conclusões.

De um lado, o FIRF foi o segundo tipo de fundos que mais apareceu nos processos sancionadores dos últimos 15 anos. Uma leitura superficial dos dados poderia indicar que os FIRF são fundos mais problemáticos e que, por isso, recebem atenção especial da CVM. No entanto, ao confrontar a sua participação na atividade sancionatória com a sua participação na indústria, verifica-se que, na verdade, os FIRF estão sub-representados nos processos sancionadores. Isso porque, no período, esse produto representou 42,8% do mercado de fundos de investimento em patrimônio líquido gerido e apenas 20% dos casos levados a julgamento pelo Colegiado.

37 Os cálculos foram feitos com base nos dados retirados do Boletim de Fundos de Investimentos divulgado mensalmente pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA). Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/fundos-de-investimento/boletim-de-fundos-de-investimentos/boletim-de-fundos-de-investimentos.htm Último acesso em 04.02.2025.

Aconteceu o oposto com os FIDC. Eles estiveram representados em 18% dos processos analisados nos últimos 15 anos, ao mesmo tempo em que representaram, em média, no período, apenas 3,5% da indústria. Isto é, sua representatividade nos processos sancionadores da CVM foi cinco vezes maior que sua representatividade de mercado. Essa maior incidência pode estar relacionada à complexidade na estrutura desses fundos, que envolve a securitização de direitos creditórios de diferentes origens, tornando a avaliação da qualidade dos ativos e dos riscos financeiros mais desafiadora.

Além disso, os FIDC frequentemente lidam com ativos cujo controle de existência e qualidade é mais complexo e, sobretudo, exigem processos diferentes daqueles que normalmente são executados para fundos de investimento que investem exclusivamente em ativos financeiros. Por isso, não só há maior ocorrência de falhas operacionais, como também maior oportunidade para fraudes e outros ilícitos.

A pesquisa também analisou a participação dos fundos em relação às categorias "estruturados" e "não estruturados"[38]. A análise mostrou que, de forma geral, os fundos não estruturados foram mais vezes envolvidos nos processos sancionadores que os fundos estruturados. De um lado, tal achado parece natural, considerando que eles representaram 88%[39] do patrimônio dos fundos de investimento em funcionamento na indústria no período.

De outro, vê-se que mesmo que os fundos estruturados tenham tido menor incidência nos processos administrativos sancionadores analisados, a ocorrência desses fundos foi muito superior à sua participação na indústria no mesmo período. Enquanto fundos estruturados representaram apenas 12% da indústria, eles participaram de 29% dos proces-

38 Foram contabilizados como fundos estruturados os FII, os FIP e os FIDC.

39 Para verificação da participação total dos fundos não estruturados na indústria, foram considerados os FIRF, FIA, FIM, fundos cambiais, fundos de previdência, fundos ETF e fundos off-shore, conforme classificação realizada pela ANBIMA. Dados retirados do Boletim de Fundos de Investimentos divulgado mensalmente pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA). Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/fundos-de-investimento/boletim-de-fundos-de-investimentos/boletim-de-fundos-de-investimentos.htm Último acesso em 04.02.2025.

sos sancionadores. Tal resultado pode ser atribuído aos já mencionados FIDC, que foram o terceiro tipo de fundo de investimento com maior incidência nos processos sancionadores analisados, e aos FII, que tiveram uma incidência de 4% nos processos sancionadores, tendo representado em média somente 2% da indústria.

Além disso, quando tais dados foram organizados a partir de uma perspectiva temporal, notou-se que os fundos estruturados vêm ganhando destaque e a atenção da CVM. Conforme Figura 3 abaixo, a tendência de crescimento da incidência deste tipo de fundo nos processos sancionadores é mais acentuada do que em relação aos outros tipos de fundo:

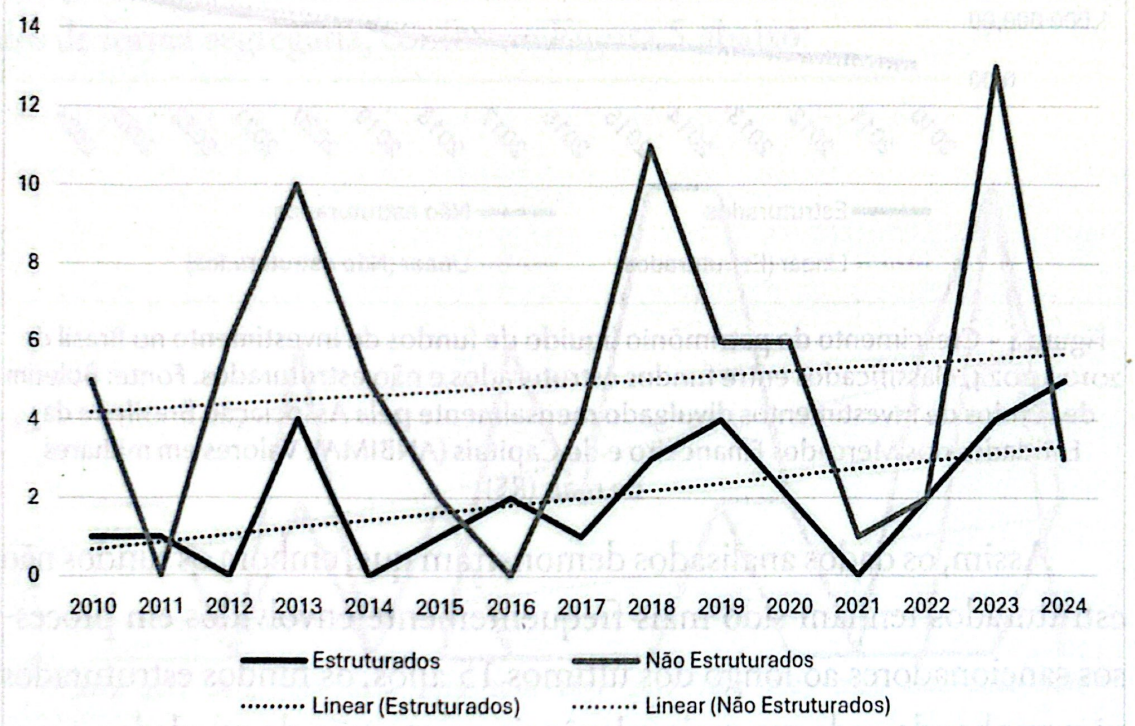


Figura 3 – Gráfico do número de PAS julgados, ano a ano, nos últimos 15 anos na CVM em que fundo de investimento estruturados e não estruturados são envolvidos, incluindo linhas de tendência de crescimento

A tendência de crescimento mais acentuada dos processos envolvendo fundos estruturados do que aquela envolvendo outros tipos de fundos poderia ser atribuída ao desenvolvimento da indústria como um todo. Uma hipótese plausível é a de que fundos estruturados aumentaram a sua participação na indústria, em detrimento dos fundos não estruturados. No entanto, a comparação desses dados com os dados da indústria refuta essa hipótese. Em verdade, quando se olha o crescimento do patrimônio de fundos de cada tipo no mercado, depreende-se que os fun-

dos não estruturados tiveram crescimento mais acentuado dos que os estruturados ao longo dos 15 anos analisados, conforme demonstra figura abaixo.

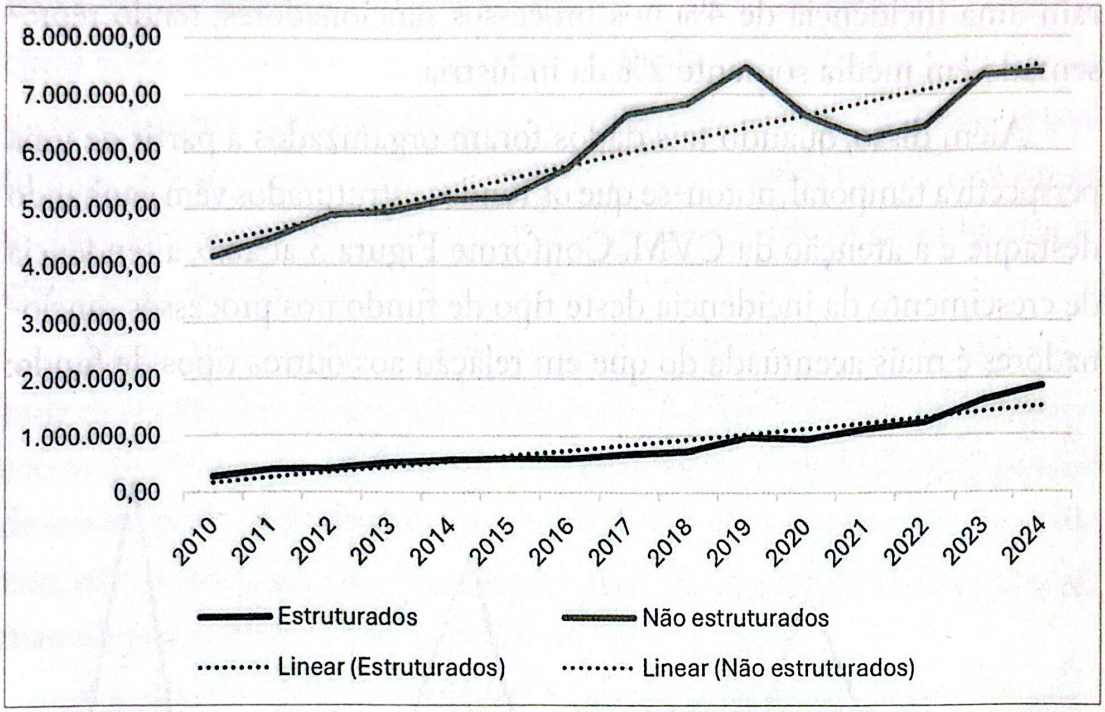


Figura 4 – Crescimento do patrimônio líquido de fundos de investimento no Brasil de 2010 a 2024, classificados entre fundos estruturados e não estruturados. Fonte: Boletim de Fundos de Investimentos divulgado mensalmente pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA). Valores em milhares de reais (R$)

Assim, os dados analisados demonstram que, embora os fundos não estruturados tenham sido mais frequentemente envolvidos em processos sancionadores ao longo dos últimos 15 anos, os fundos estruturados vêm ganhando cada vez mais relevância na atuação do regulador, o que pode ser atribuído à complexidade desses produtos, no caso dos FIDC, ou à grande exposição aos investidores de varejo, que gera uma maior atenção da CVM ao produto, no caso dos FII.

Além disso, a análise temporal revela uma tendência de crescimento mais acentuada dos processos envolvendo fundos estruturados do que daqueles envolvendo fundos não estruturados. Esse fenômeno não pode ser atribuído apenas ao crescimento da indústria de fundos estruturados, já que os fundos não estruturados cresceram em ritmo mais acelerado ao longo do período. Assim, a tendência histórica de crescimento da incidência de fundos estruturados nos processos sancionadores in-

dica que esse tipo de fundo deve continuar recebendo atenção crescente do regulador nos próximos anos, seja em razão de sua complexidade, dos riscos envolvidos ou de sua estrutura diferenciada em relação aos fundos tradicionais.

A análise também verificou a tendência de crescimento dos fundos estruturados de forma individualizada. Se, de um lado, a importância da participação dos fundos estruturados no resultado global pode ser atribuída ao elevado número de casos envolvendo FIDC, de outro, a tendência de crescimento acentuada dos processos envolvendo fundos estruturados não pode ser atribuída exclusivamente a esse fundo, uma vez que ela foi também observada em relação aos FIP quando analisados de forma segregada, conforme Figura 5 abaixo:

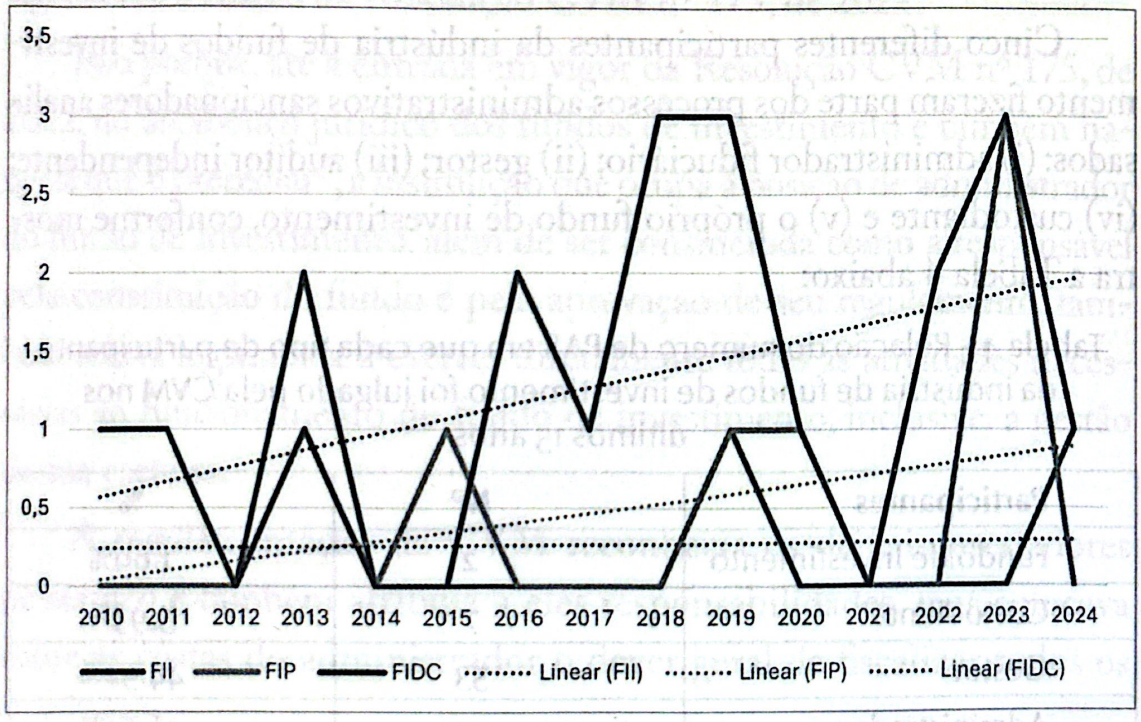


Figura 5 - Gráfico do número de PAS julgados, ano a ano, nos últimos 15 anos na CVM em que fundo de investimento estruturados são envolvidos, por tipo de fundo, incluindo linhas de tendência de crescimento

A diferença no ritmo de crescimento entre fundos estruturados e não estruturados sugere que há fatores específicos impulsionando essa maior incidência regulatória. Essa hipótese se fortalece quando se observa que, mesmo com um crescimento menos expressivo na representatividade dos fundos estruturados na indústria, os processos sancionadores envolvendo essa categoria aumentaram de forma mais acentuada, o que pode se justificar pela maior complexidade operacional desses produtos.

c. A quem é atribuída responsabilidade?

Uma das perguntas que a pesquisa se propôs a responder é a quais agentes do mercado os processos sancionadores relacionados a fundos de investimento imputavam responsabilidade. Para isto, os prestadores de serviço envolvidos em cada um dos processos analisados foram catalogados de acordo com a função por eles desempenhada em cada caso, de forma que, na maior parte dos processos, mais de uma categoria de prestador de serviços esteve envolvida. Por exemplo, em um processo que julgou a conduta do administrador fiduciário e do gestor de um fundo de investimento, foram contabilizadas duas categorias de agentes. Por esta razão, o número de prestadores de serviço apontados é superior ao número total de processos sancionadores analisados.

Cinco diferentes participantes da indústria de fundos de investimento fizeram parte dos processos administrativos sancionadores analisados: (i) administrador fiduciário; (ii) gestor; (iii) auditor independente; (iv) custodiante e (v) o próprio fundo de investimento, conforme mostra a Tabela 4 abaixo:

Tabela 4 – Relação do número de PAS em que cada tipo de participante da indústria de fundos de investimento foi julgado pela CVM nos últimos 15 anos

Participantes	Nº	%
Fundo de Investimento	2	1,69%
Custodiante	7	5,93%
Gestor	53	44,92%
Administrador	55	46,61%
Auditoria Independente	1	0,85%
Total	**118**	**100%**

i) Administrador fiduciário e gestor

Como esperado, as categorias de agentes mais envolvidas foram aquelas que hoje a Resolução CVM nº 175, de 2022, chama de "prestadores de serviços essenciais" do fundo: o administrador fiduciário e o gestor.

Embora o número de processos em que o gestor e o administrador estiveram presentes seja quase idêntico, não se pode dizer que sempre que a CVM imputa uma conduta irregular a um deles, imputará também ao outro, uma vez que há casos em que foi imputada conduta irregular somente ao administrador[40] e outros em que somente o gestor foi envolvido[41].

No entanto, foi identificado que em 50% dos casos analisados, gestor e administrador fiduciário foram incluídos pela acusação na apuração de práticas irregulares envolvendo fundos de investimento. Em 37 de 74 casos analisados tanto o gestor, quanto o administrador fiduciário[42] foram acusados – números que refletem o arcabouço regulatório vigente até a edição da Resolução CVM nº 175, de 2022.

Isso porque, até a entrada em vigor da Resolução CVM nº 175, de 2022, no arcabouço jurídico dos fundos de investimento e também naquele que o precedeu[43], a instituição que ocupa a posição de administrador do fundo de investimento, além de ser considerada como a responsável pela constituição do fundo e pela aprovação de seu regulamento, também estava legitimada a exercer diretamente todas as atividades necessárias ao funcionamento do fundo de investimento, inclusive, a gestão de sua carteira.

A regulamentação da CVM reconhecia os demais prestadores de serviço e também atribuía a eles responsabilidades, mas colocava sobre as costas do administrador o dever geral de fiscalizar todos os

---

40 Por exemplo, PAS CVM nº RJ2018/00251, Dir. Rel. Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo, j. 12.04.2022, PAS CVM nº 19957.010223/2019-22, Dir. Rel. Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo, j. 11.07.2023.

41 Por exemplo, PAS CVM nº RJ2014/3624, Dir. Rel. Henrique Balduino Machado Moreira, j. 09.05.2017 e PAS CVM nº 19957.011774/2007-41 (RJ2019/1400), Dir. Rel. Marcelo Barbosa, j. 17.12.2019.

42 Em alguns dos casos analisados, o administrador fiduciário também acumulava a função de gestor do fundo, entretanto, para fins de nossa contagem, foi considerado papel em que o agente teve sua conduta imputada. Portanto, em um caso em que o administrador fiduciário e o gestor eram a mesma pessoa e houve imputações por violações a regras previstas tanto para o administrador como para gestor, foi contabilizado uma vez como administrador e uma vez como gestor.

43 Cf. arts. 6º e 78 da Instrução CVM nº 555, de 2014. Essas disposições estavam refletidas nos arts. 3º e 56 da Instrução CVM nº 409, de 2004.

serviços de terceiros contratados pelo fundo de investimento, o que incluía o gestor.[44] Esse dever geral de fiscalização era consubstanciado tanto na qualidade da seleção e auditoria realizada pelo administrador na hora da contratação, quanto nos procedimentos e controles implementados para efetivamente supervisionar as atividades dos prestadores de serviço.

Em razão dessa atribuição, o administrador era considerado pela regulamentação e pela jurisprudência da CVM como "*o vigia do cotista em relação aos atos praticados pelo gestor, sem prejuízo de suas outras atribuições*"[45] de modo que, nas exatas palavras da autarquia, as instituições que assumem a posição jurídica de administradores "*funcionam como verdadeiras gatekeepers das regras de funcionamento dos fundos*".[46] Assim, era comum que processos sancionadores contra o gestor implicassem em acusações contra o administrador fiduciário com base nesse dever geral de fiscalização.

A Resolução CVM nº 175, de 2022, muda essa dinâmica. Conforme já mencionado, referida norma eleva o gestor ao status de "prestador de serviço essencial" que, em conjunto com o administrador fiduciário, estabelece o regulamento do fundo. As demais atribuições também são redistribuídas e tanto administrador quanto gestor passam a ser responsáveis pela contratação de prestadores de serviço dentro da sua esfera de competência. Assim, por exemplo, distribuidores passam a ser contratados pelos gestores[47].

Embora a CVM tenha mantido a obrigação de "*prévia e criteriosa análise e seleção*"[48] dos prestadores de serviço do fundo, o dever geral de fiscalização, em relação àqueles prestadores de serviço contratados pelo

---

44 Cf. art. 65, XV, da Instrução CVM nº 409, de 2004; e art. 90, IX, da Instrução CVM nº 555, de 2014.

45 Cf. PAS CVM nº RJ2012/6987, Dir. Rel. Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, j. 13.08.2013.

46 Cf. Voto proferido pelo então presidente da CVM Leonardo Pereira em manifestação de voto no âmbito do PAS CVM nº RJ2012/12201, Dir. Rel. Luciana Dias, j. 04.08.2015.

47 Cf. art. 85, II, da Resolução CVM nº 175, de 2022.

48 Cf. art. 80, parágrafo único da Resolução CVM nº 175, de 2022.

fundo que sejam regulados da CVM, foi substituído por um dever de verificar aspectos específicos da atuação desses agentes. Somente quando o prestador de serviço contratado não for um participante de mercado regulado pela CVM ou o serviço prestado ao fundo não se encontre dentro da esfera de atuação da autarquia, o administrador ou o gestor, conforme seja o caso, deve fiscalizar as atividades do terceiro contratado relacionadas ao fundo[49].

A Resolução CVM nº 175, de 2022, cria um "dever de verificação" para situações intermediárias, nas quais, embora seja possível em tese que a CVM fiscalize o prestador de serviço do fundo, a dinâmica de mercado impossibilita uma atuação tempestiva da autarquia. De acordo com o Relatório de Audiência Pública SDM nº 8/20, essa substituição do dever de fiscalizar pelo dever de verificar "*não se trata de semântica visto que a ação de verificar as implicações das ações de outro agente, no caso concreto, não envolve rotinas de vigilância, mas tão somente uma checagem objetiva de dados. No caso concreto, a verificação seria efetuada pelo administrador fiduciário, em duas situações, a saber: (i) após a realização das operações pelo gestor, em periodicidade compatível com a política de investimentos, o administrador deve verificar a observância da carteira de ativos aos limites porventura aplicáveis, devendo informar ao gestor e à CVM sobre eventual desenquadramento; e (ii) nos FIF, o administrador deve verificar, após a realização das operações pelo gestor, a compatibilidade dos preços praticados com os preços de mercado, bem como informar ao gestor e à CVM sobre indícios materiais de incompatibilidade.*"

De um lado, o cenário acima é bastante distinto do arcabouço em vigor até Resolução CVM nº 175, de 2022, de outro, administrador e gestor permanecem sendo as figuras centrais em um fundo de investimento, de forma que ainda que as imputações sejam distintas e que menos casos sejam trazidos com base em deveres gerais de fiscalização, é bastante provável que esses agentes permaneçam como principais alvos dos processos sancionadores na CVM.

---

49 Cf. art. 83, parágrafo 3º e art. 85, parágrafo 4º, da Resolução CVM nº 175, de 2022.

ii) Custodiante

O estudo verificou sete casos em que o custodiante de um fundo de investimento foi alvo da acusação da CVM, todos eles envolvendo FIDC[50]. Em apenas um dos casos o custodiante teve sua conduta julgada sem a presença dos demais prestadores de serviços do fundo, visto que as irregularidades relativas à administração e gestão foram objeto de outro processo sancionador[51]. Nos demais casos, o custodiante teve sua conduta avaliada juntamente com a conduta do administrador fiduciário e, em dois deles, também com a conduta do gestor do fundo.

As imputações feitas aos custodiantes nos processos sancionadores diziam respeito ao descumprimento das responsabilidades a eles atribuídas por meio do art. 38 da Instrução CVM nº 356, de 2001, e, em todos os sete casos, o custodiante foi condenado por pelo menos uma das imputações que foram feitas a ele.

A primeira constatação importante é que, exceto em relação a serviços prestados a FIDC, custodiantes não foram parte de processos sancionadores na CVM nos últimos quinze anos. A segunda constatação importante é que a Resolução CVM nº 175, de 2022, promoveu um esvaziamento das responsabilidades atribuídas ao custodiante de FIDC, subvertendo o protagonismo dado pelo arcabouço regulatório anterior a esse prestador de serviços.

A norma dispensa a contratação de um custodiante para FIDC cujos ativos sejam passíveis de registro em entidade registradora autorizada a funcionar pelo BACEN[52] e retira do campo de responsabilidades do custodiante pelo menos outras duas funções anteriormente desem-

---

50 São os casos: PAS CVM nº RJ2015/1379, Dir. Rel. Carlos Alberto Rebello Sobrinho, j. 21.05.2019; PAS CVM nº RJ2011/10415, Dir. Rel. Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, j. 02.12.2014; PAS CVM nº RJ2013/5456, Dir. Rel. Roberto Tadeu Antunes Fernandes, j. 29.09.2015; PAS CVM nº RJ2016/8375, Dir. Rel. Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo, j. 14.03.2022; PAS CVM nº RJ2014/12081, Dir. Rel. Henrique Machado, j. 18.06.2019; PAS CVM nº 19957.008901/2016-44, Dir. Rel. Marcelo Barbosa, j. 17.05.2022; e PAS CVM nº 19957.006858/2019-25, Dir. Rel. João Pedro Nascimento, j. 16.10.2024. Um deles também envolvia FIP, sendo ele: PAS CVM nº RJ2014/12081, Dir. Rel. Henrique Machado, j. 18.06.2019.

51 PAS CVM nº RJ2015/13791, Rel. Dir. Carlos Alberto Rebello Sobrinho, j. 21.05.2019.

52 Art. 37, *caput*, do Anexo Normativo II da Resolução CVM nº 175, de 2022.

penhadas por ele, que foram objeto recorrente das acusações nos processos sancionadores analisados.

Primeiro, a Resolução CVM nº 175, de 2022, transferiu, do custodiante para o gestor do FIDC, a atividade de verificação do lastro dos direitos creditórios adquiridos[53], assim como permitiu que a verificação periódica do lastro da carteira seja delegada, pelo regulamento, ao administrador, desde que ele não seja parte relacionada ao gestor e, se for, à consultoria especializada[54].

Em segundo lugar, a norma também excluiu das responsabilidades do custodiante as atividades de liquidação física e financeira dos direitos creditórios, bem como a cobrança ordinária dos ativos. Na nova regulamentação, a contratação do serviço de liquidação física e financeira dos direitos creditórios passou a ser uma atribuição do administrador, enquanto a contratação de agentes de cobrança ficou a cargo do gestor.[55]

Assim, ao confrontar o novo arcabouço regulatório com o histórico de atuação da CVM em relação aos custodiantes, nota-se que os casos em que a CVM costumava exercer sua pretensão punitiva já não mais existirão sob a vigência da Resolução CVM nº 175, de 2022.

iii) Auditores independentes

Primeiro, é importante notar que foram excluídos da base de dados dez processos sancionadores julgados no período relevante para a pesquisa, que acusavam auditores independentes de infração a normas da profissão que foram supostamente descumpridas no contexto da prestação de serviços para fundos de investimento. Isto porque esses processos não pareciam relevantes para a análise de como a CVM vem interpretando o arcabouço regulatório de fundos de investimento e sim para entender o que a CVM espera de auditores no exercício de suas funções.

---

53 Art. 36 do Anexo Normativo II da Resolução CVM nº 175, de 2022.

54 Art. 38, §1º do Anexo Normativo II da Resolução CVM nº 175, de 2022.

55 DIAS, Luciana. Novo Arcabouço Regulatório dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios - O Anexo II da Resolução CVM n 175, de 2022. In: Fernando Kuyven. (Org.). Direito dos Fundos de Investimento. 1ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2023, v. 1, p. 459-480.

Exceto pelos casos acima, o estudo identificou apenas um processo sancionador em que foi analisada a conduta do auditor independente juntamente com a conduta do administrador e do gestor do fundo no contexto de uma operação fraudulenta. Neste caso, o auditor independente, pessoa física, foi julgado por ter assinado a projeção do fluxo de caixa que integrou o prospecto de um FIDC envolvido em uma operação fraudulenta. No julgamento, gestor e administrador do fundo foram condenados, enquanto o auditor independente foi absolvido da imputação de ter realizado operação fraudulenta.[56]

iv) Fundos de investimento

A pesquisa identificou dois casos em que os próprios fundos de investimento foram acusados pela CVM e não os seus prestadores de serviços. O primeiro caso foi julgado em 2010, e tratava de fatos de 1998 e 1999, e o segundo processo foi julgado em 2013 com fatos ocorridos em 2009, ambos por prática de uso indevido de informações privilegiadas.[57] Os fundos foram condenados em ambos os casos ao pagamento de multa pecuniária.

Apesar de os casos narrarem o envolvimento dos gestores dos fundos envolvidos, bem como dos seus diretores responsáveis, em nenhum dos casos os gestores foram acusados por condutas relacionadas à gestão da carteira do fundo envolvido, como a violação dos seus deveres fiduciários, por exemplo. Em um dos casos, o gestor sequer foi acusado[58], tendo ocorrido apenas a acusação e posterior condenação do fundo de investimento.

Em que pese a existência destes casos, o estudo demonstrou que a CVM raramente imputa responsabilidade aos fundos de investimento em si. A autarquia busca imputar condutas aos prestadores de serviços dos fundos, de forma que estes casos de condenação de fundos se destacaram pela sua excepcionalidade em relação à amostra do estudo.

---

56 PAS CVM nº 19957.007862/2018-20, Dir. Rel. João Accioly, j. 09.05.2023.

57 São os casos: PAS CVM nº RJ2009/13459, Dir. Rel. Alexsandro Broedel Lopes, j. 30.11.2010 e PAS CVM nº 29/2000, Dir. Rel. Otavio Yazbek, j. 17.12.2013.

58 PAS CVM nº RJ2009/13459, Dir. Rel. Alexsandro Broedel Lopes, j. 30.11.2010.

D. DO QUE TRATAM OS PROCESSOS NA CVM?

A pesquisa procurou identificar quais foram os principais temas tratados nos processos sancionadores. Diversos processos envolveram mais de um sujeito e mais de uma conduta, de forma que muitas vezes não é possível atribuir somente um tema a cada processo. Por exemplo, grande parte dos processos que envolvem falhas na prestação de serviços ou problemas informacionais, como na divulgação de documentos obrigatórios, também envolvem violação de deveres fiduciários dos prestadores de serviços, como o dever de diligência.

Ainda, em processos que envolveram questões de condutas de má-fé, fraude e honestidade, como operações fraudulentas, não raro as imputações feitas aos prestadores foram de naturezas diferentes. Por exemplo, enquanto, de um lado, o gestor foi acusado de operação fraudulenta, por outro lado, o administrador foi acusado de violação das normas relativas à prestação de serviços e aos deveres de diligência[59].

Na classificação realizada, buscou-se indicar somente os temas centrais de cada processo, considerando o cenário fático que levou à imputação de violações pela área técnica da CVM, identificando-se seis principais temas abordados: (i) desenquadramento, quando o processo tratava do desenquadramento do fundo, seja por desrespeito à regulação ou ao próprio regulamento; (ii) falha informacional, documentos periódicos e/ou obrigatórios, quando o processo tratava de falhas na entrega ou no preenchimento de documentos periódicos ou obrigatórios do fundo; (iii) falha na prestação de serviços, quando o processo tratava de violação a uma obrigação operacional do agente, como, por exemplo, as previstas no art. 90 da Instrução CVM nº 555, de 2014[60]; (iv) gestão de

59 Exemplo disso são os PAS CVM nº RJ 21/2006, Rel. Dir. Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, j. 07.08.2012 e o PAS CVM nº 19957.004791/2020-28, Rel. Dir. Marina Copola, j. 30.04.2024, em que os gestores foram acusados de orquestrar operação fraudulenta e os administradores de não observar o seu dever de diligência.

60 O art. 90 inclui, dentre as obrigações do administrador, (i) diligenciar para que sejam mantidos em boa ordem os documentos do fundo, como registros contábeis, pareceres do auditor independente e os documentos relativos às operações; (ii) elaborar e divulgar as informações periódicas; (iii) manter serviço de atendimento ao cotista; (iv) observar o regulamento; (v) cumprir as deliberações da assembleia geral e (vi) fiscalizar os serviços prestados por terceiros contratados pelo fundo.

liquidez, quando o tema do processo envolvia problemas de liquidez do fundo; (v) violação aos deveres fiduciários, quando o processo abordava violação aos deveres fiduciários e normas de conduta impostas aos prestadores de serviços, inclusive o dever geral de fiscalizar os demais prestadores de serviço do fundo; e (vi) infrações previstas na Instrução CVM nº 8, de 1979[61], quando os fatos do processo envolviam manipulação de mercado em qualquer de suas modalidades.

Considerando que muitos processos tinham mais de um tema central, quando se analisou o número de incidências de cada tema, naturalmente foi observado um número maior que o número total de processos, conforme indicado na Tabela 5 abaixo:

Tabela 5 – Relação de número de PAS julgados na CVM nos últimos 15 anos envolvendo fundos de investimento classificados conforme tema central do processo

Temas	Nº	%
Violação aos Deveres Fiduciários	33	32%
Infrações previstas na Instrução CVM nº 8, de 1979	30	29%
Falha na Prestação de Serviços	14	14%
Desenquadramento	13	13%
Falha informacional / Documentos periódicos e/ou Documentos Obrigatórios	8	8%
Gestão de liquidez	4	4%
Total	102	100%

A violação dos deveres fiduciários foi o tema mais recorrente nos processos administrativos sancionadores analisados, sendo discutida em quase um terço deles, com destaque para os deveres de diligência, tan-

61 A Instrução CVM nº 8, de 1979, foi substituída em 2022 pela Resolução CVM nº 62, de 2022, a qual seguiu prevendo quatro infrações específicas: (a) condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários; (b) manipulação de preços; (c) operação fraudulenta; e (d) prática não equitativa. Todos os casos analisados que tratavam de alguma dessas infrações versavam sobre fatos ocorridos antes de 2022, de forma que é aplicável a Instrução CVM nº 8, de 1979, ainda que hoje ela não esteja mais em vigor.

to do gestor como do administrador, e do dever de fiscalização do administrador fiduciário sobre os demais prestadores de serviço do fundo.

Nesse ponto, é importante rememorar que, de um lado, os deveres fiduciários do administrador fiduciário e do gestor de fundo de investimento são regidos pela Resolução CVM nº 21, de 2021, que transplanta o texto da Instrução CVM nº 558, de 2015, quase que sem alterações. Em outras palavras, nada mudou a respeito dos deveres fiduciários de administradores e gestores de fundos de investimento.

De outro, que a Resolução CVM nº 175, de 2022, altera o dever de fiscalização do administrador sobre os demais prestadores de serviços, limitando-o aos prestadores contratados pelo administrador que não sejam participantes de mercado regulado pela CVM ou cujo serviço prestado não se encontre dentro da esfera de atuação da autarquia[62]. Mais do que isso, o administrador deixou de ter o dever de fiscalizar as atividades desempenhadas pelo gestor, que foi alçado à posição de prestador de serviços essencial[63], pontos já explorados na seção anterior.

No entanto, uma análise mais cuidadosa desses casos demonstra que dos 33 casos em que a CVM imputou falha ao cumprimento de seus deveres fiduciários aos prestadores de serviços do fundo, 21 diziam respeito a conduta de administradores fiduciários e, destes, somente oito tinham base no dever geral de fiscalização.

Adicionalmente, três desses oito processos imputavam ao administrador mais de uma conduta irregular e, portanto, não tinham base exclusivamente naquilo que foi alterado pela Resolução CVM nº 175, de 2022. Alguns desses cinco casos analisados imputavam ao administrador fiduciário falha no cumprimento do seu dever de diligência, no entanto, como a falha no dever de diligência decorria da falta de processos para a supervisão dos demais prestadores de serviço, considerou-se que não haveria nenhuma imputação ao administrador fiduciário se o regime previsto na Resolução CVM nº 175, de 2022 estivesse vigente.

---

62 Cf. art. 83, §3º, inciso II, da Resolução CVM nº 175, de 2022.

63 Art. 3º, inciso XXX, da Resolução CVM nº 175, de 2022.

Essas informações são importantes para concluir que, ainda que se espere uma diminuição da representatividade dos processos contra administradores fiduciários com base no dever de fiscalizar, é possível que essa diminuição não seja significativa, uma vez que esses casos representam menos de 7% dos processos analisados e, ao menos, uma parte deles (três) havia outras imputações que não o dever geral de fiscalizar e eventual dever de diligência decorrente da falha em estabelecer processos para fiscalizar e, portanto, em menos de 5% dos casos o administrador fiduciário foi acusado exclusivamente com base na falha em seu dever geral de fiscalizar.

Outro tema relevante que merece destaque é o desenquadramento do fundo, que foi objeto de 13 processos sancionadores. Os fundos envolvidos nestes casos foram FIA, FIDC, FIM, FIRF e FIC. Os casos de desenquadramento se deram tanto por desrespeito às restrições existentes na regulação vigente à composição das carteiras dos fundos de investimento, como por desrespeito aos limites impostos pelo próprio regulamento do fundo. Ainda que a maior parte dos casos envolva o descumprimento concomitante dos limites de concentração previstos no regulamento e na norma, em dois dos casos analisados a acusação e a condenação dos acusados teve como fundamento o descumprimento dos limites de concentração previstos exclusivamente no regulamento, que previa limites mais estritos do que aqueles estabelecidos na regulamentação[64].

---

64 São eles: (i) PAS CVM nº RJ 2016/4271, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 08.01.2019, em que o regulamento de um FIA previa o limite máximo de 50% do patrimônio líquido em ações de emissão de companhias que não participassem dos segmentos da BM&FBovespa com padrões mais elevados de governança corporativa. Esse limite foi desrespeitado quando mais de 90% do patrimônio líquido do fundo foi alocado em ações de companhias listadas no segmento básico de listagem. No caso, o gestor e o seu diretor responsável foram condenados à penalidade de multa no valor de R$ 500.000,00 cada; e (ii) PAS CVM nº RJ 2014/3624, Dir. Rel. Henrique Machado, j. em 09.05.2017, que também envolve um FIA que, em seu regulamento, limitava a concentração de ações de um mesmo emissor ao patamar de 70% do seu patrimônio líquido. No caso, o fundo teve mais de 91% do seu patrimônio líquido concentrado em ações de um único emissor, resultando na condenação do gestor e do seu diretor responsável.

Finalmente, o que parece ser a descoberta mais importante para responder à principal indagação deste artigo, as causas de imputação mais comuns em processos sancionadores sobre fundos de investimento não foram alteradas de forma significativa pela Resolução CVM nº 175, de 2022. Em outras palavras, exceto pelos 7% de processos em que o administrador fiduciário foi acusado com base no dever geral de fiscalizar os prestadores de serviço do fundo e pelos 9% de processos que imputaram infrações aos custodiantes de FIDC, todas as demais bases de imputação encontradas nos processos sancionadores permanecem inalteradas. Desta forma, tais precedentes continuam sendo uma boa fonte de interpretação daquilo que a CVM espera como padrão de comportamento e qualidade da prestação de serviço dos principais agentes da indústria de fundos de investimento, entre eles administradores fiduciários e gestores.

Para além da análise da temática específica de cada caso, a pesquisa buscou analisá-los a partir da qualidade das imputações. Para isso, as seis categorias identificadas acima foram segregadas em duas: (i) temas relacionados a questões de honestidade; e (ii) temas relacionados a questões operacionais dos fundos. Por questões de honestidade, o estudo considerou dois tipos de infrações que decorrem do reconhecimento de má-fé do acusado, as infrações ao dever de lealdade e aquelas descritas na antiga Instrução CVM nº 8, de 1979, atualmente previstas na Resolução CVM nº 62, de 2022, quais sejam: criação de condições artificiais de demanda, manipulação de preços, prática não equitativa, aqui incluído *insider trading* e *churning*, e operação fraudulenta.

As demais categorias – desenquadramento, falha informacional, documentos periódicos e/ou obrigatórios, falha na prestação de serviços, gestão de liquidez, e violação ao dever de diligência – foram agrupadas no tema "questões operacionais", uma vez que dizem respeito a aos padrões nos procedimentos e controles necessários para a prestação de serviço a serem observados pelos agentes de mercado na condução das suas atividades diárias relacionadas aos fundos de investimento.

Para fins dessa classificação, os deveres fiduciários de lealdade e de diligência foram separados. A infração ao dever de lealdade foi consi-

derada indicativa de conduta desonesta e, por conseguinte, enquadrada na categoria de questões de honestidade. Por outro lado, a violação ao dever de diligência, que se caracteriza pela ausência de cuidado ou zelo na execução das funções atribuídas pela regulação ou regulamento do fundo, sem que necessariamente haja o elemento subjetivo da má-fé, foi classificada como questão de natureza operacional. Casos em que ambos os deveres foram discutidos foram contabilizados como casos de desonestidade.

Feita a divisão entre essas duas categorias, a pesquisa revelou que, embora na maioria dos casos julgados analisados os prestadores de serviço dos fundos tenham sido acusados por questões operacionais, esse número ficou muito próximo daqueles em que prestadores de serviço respondem por questões de honestidade, casos que tendem a ser mais raros e rumorosos.

A pesquisa mostra que 31 dos 74 casos julgados pela CVM envolvendo fundos de investimento nos últimos 15 anos continham alguma das questões ligadas a honestidade, fração correspondente a 42% do total, enquanto os 43 casos restantes, correspondentes a 58% do total, trataram de questões operacionais ou falhas no dever de diligência.

Uma hipótese possível para explicar por que, apesar de numericamente superior, a proporção de casos que envolveram questões operacionais foi próxima daqueles que envolveram discussões de desonestidade, é que os casos de natureza operacional são solucionados pela CVM por meio da sua rotina de supervisão, em que as áreas técnicas responsáveis monitoram de perto os regulados e enviam ofícios de alerta para aquelas falhas de menor potencial ofensivo. Corroboram essa hipótese os Relatórios de Atividade Sancionadora da CVM referentes aos três primeiros trimestres de 2024, segundo os quais a SIN e a SSE, responsáveis pela supervisão dos fundos de investimento, emitiram 108 ofícios de alerta no período.[65] Assim, é possível que questões operacionais es-

65 Disponível em: https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/relatorios/relatorio-de-atividade-sancionadora/relatorio-de-atividade-sancionadora-cvm-2024-30-trimestre-versao-integral.pdf/view Último acesso em 04.02.2025.

tejam sendo solucionadas antes que seja necessária a instauração de um processo administrativo sancionador.

Ao comparar a evolução dessas duas categorias temáticas ao longo do período de 15 anos analisado, é possível notar que a tendência de crescimento de ambas é muito similar, indicando que os dois temas, ao menos do ponto de vista estatístico, devem continuar ocupando a atividade sancionadora da CVM em proporção similar a que foi identificada neste estudo, conforme demonstra a Figura 6 abaixo:

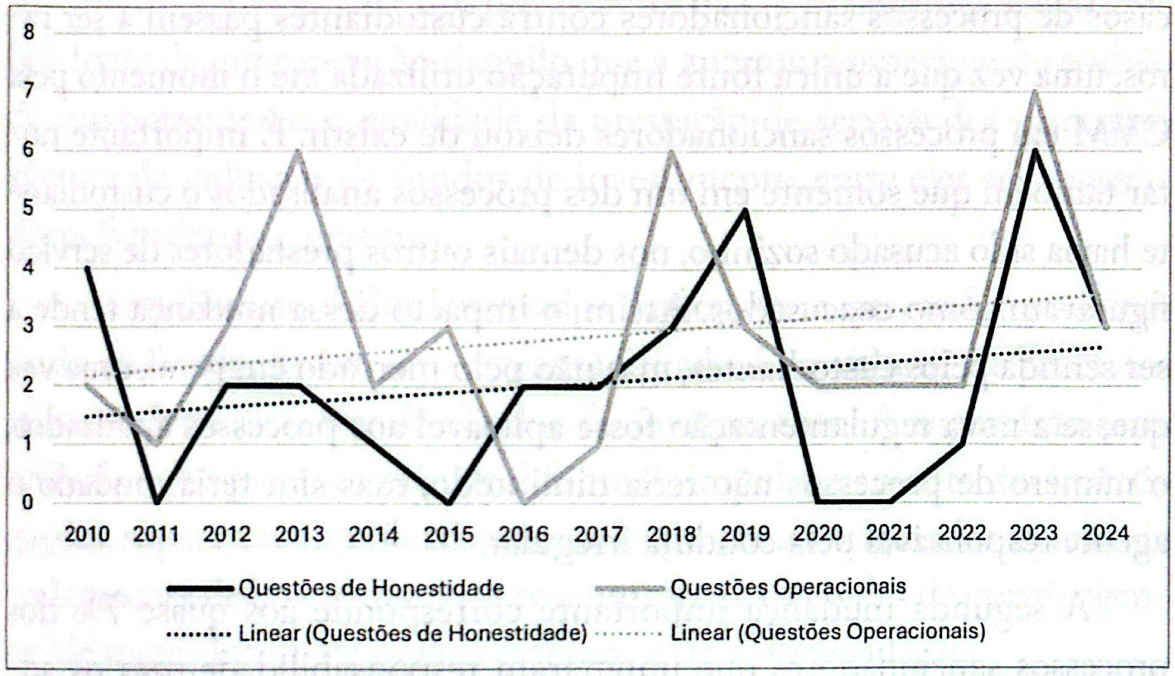


Figura 6 – Gráfico do número de PAS julgados, ano a ano, nos últimos 15 anos na CVM em que fundos de investimento são envolvidos, classificado se o processo envolve questões de honestidade, incluindo linhas de tendência de crescimento

IV. Conclusões

A pergunta que deu origem a investigação narrada neste artigo foi o quanto os precedentes da CVM dos últimos 15 anos continuam representado uma boa interpretação daquilo que a CVM espera dos prestadores de serviço por ela regulados como padrões desejáveis de comportamento e de qualidade da prestação de serviço no futuro tendo em vista as grandes mudanças representadas pela Resolução CVM nº 175, de 2022.

O que se depreende dos dados mostrados acima é que, embora as mudanças da Resolução CVM nº 175, de 2022, sejam imensas e tendam a trans-

formar materialmente a estrutura dos produtos de investimento organizados na forma de fundos, naquilo que foi relevante para os processos administrativos sancionadores, o novo marco regulatório não inovou tanto assim.

Há somente duas mudanças importantes com impactos relativos nos processos sancionadores. Primeiro, em relação aos custodiantes, 100% dos casos encontrados tinham base no descumprimento do art. 38 da Instrução CVM nº 356, de 2001, cujo conteúdo foi muito esvaziado pela Resolução CVM nº 175, de 2022. Desta forma, é muito provável que os casos de processos sancionadores contra custodiantes passem a ser raros, uma vez que a única fonte imputação utilizada até o momento pela CVM em processos sancionadores deixou de existir. É importante notar também que somente em um dos processos analisados o custodiante havia sido acusado sozinho, nos demais outros prestadores de serviço figuravam como coacusados. Assim, o impacto dessa mudança tende a ser sentida pelos custodiantes, mas não pelo mercado em geral, uma vez que, se a nova regulamentação fosse aplicável aos processos analisados, o número de processos não teria diminuído, mas sim teria mudado o agente responsável pela conduta irregular.

A segunda mudança importante corresponde aos quase 7% dos processos sancionadores que imputaram responsabilidade para os administradores fiduciários exclusivamente por falha no dever geral de fiscalizar os demais prestadores de serviço do fundo, ainda que em alguns deles essa ausência de supervisão tenha dado ensejo também à capitulação como falha no dever de diligência. O regime trazido pela Resolução CVM nº 175, de 2022, esvazia em muito esse dever; ora transformando-o em um dever de verificar pontos objetivos, como o enquadramento, ora, reduzindo o objeto desse dever geral para aqueles prestadores de serviço aos quais a CVM não alcança.

O impacto dessa mudança tende a ser sentido pelo administrador fiduciário, mas não elimina os processos a respeito dos temas discutidos, uma vez que somente realoca a responsabilidade para o respectivo prestador de serviço que tenha falhado com suas obrigações. Desta forma, ainda que essa tenha sido uma mudança importante para os admi-

nistradores fiduciários, com reflexos relevantes no âmbito civil, inclusive, não parece que tal mudança tenda a diminuir o volume de processos.

No mais, violações a deveres fiduciários, à Resolução CVM nº 62, de 2021 (antiga Instrução CVM nº 8, de 1979), desenquadramento, falhas na divulgação de informações e gestão de liquidez, foram condutas preservadas na reforma que correspondem a grande maioria dos sancionadores analisados para as quais, portanto, as interpretações do passado permanecem bons guias para o padrão de conduta desejado pelo regulador.

Assim, a maior parte dos precedentes da CVM continua sendo uma boa fonte de interpretação daquilo que a autarquia espera como padrão de comportamento e qualidade da prestação de serviço dos principais agentes da indústria de fundos de investimento, entre eles administradores fiduciários e gestores.

Além disso, os dados levantados demonstram que, ao longo do período analisado, houve uma expansão gradual no volume de processos sancionadores envolvendo fundos de investimento. A supervisão rotineira da autarquia foi a principal fonte de impulsionamento das investigações, superando significativamente os processos originados a partir de reclamações de investidores ou comunicações recebidas de outros agentes de mercados ou de órgãos externos e de autorregulação.

Em relação aos tipos de fundos mais frequentemente envolvidos nos processos sancionadores, verificou-se historicamente a maior presença de fundos não estruturados, como FIM, FIRF e FIA. Contudo, quando se analisa a representatividade dos tipos de fundos nos processos em relação com a sua representatividade no mercado, foram encontradas algumas diferenças marcantes. Enquanto os FIRF foram fundos frequentemente envolvidos nos processos sancionadores analisados, sua participação na atividade sancionadora foi proporcionalmente inferior à sua representatividade no mercado. Já os FIDC, por outro lado, apresentaram uma incidência nos processos sancionadores mais de cinco vezes superior à sua representatividade no mercado.

Outro aspecto relevante identificado foi a distribuição das responsabilizações entre os diferentes agentes da indústria de fundos. Gestores

e administradores foram os prestadores de serviços mais frequentemente envolvidos nos processos sancionadores, o que reforça seus papéis centrais na estrutura de governança dos fundos de investimento.

Por fim, a pesquisa também indicou que os casos que envolvem questões de honestidade correspondem a mais de 40% dos julgados da CVM e crescem em proporção similar aos casos que envolvem questões mais operacionais. Uma das razões para esse percentual elevado de algo que se esperaria ser a exceção numa indústria tão madura e sofisticada quanto a de fundos, é que boa parte das irregularidades operacionais são solucionadas por meio de ofícios de alerta – só nos três primeiros trimestres de 2024, a SIN e SSE enviaram 108 ofícios de alerta a participantes do mercado.

Referências bibliográficas

ANBIMA. *Fundos de investimento registram captação líquida de R$ 60,7 bilhões em 2024.* 7 janeiro. 2025. Disponível em: www.anbima.com.br. Acesso em: janeiro de 2025.

_____. *Investimento de pessoas físicas em FIDCs mais que dobra em 12 meses.* 26 de dezembro de 2024. Disponível em: www.anbima.com.br. Acesso em: janeiro 2025.

BRASIL. **Comissão de Valores Mobiliários.** Consulta Pública nº SDM nº 3/2024, de 23 de dezembro de 2024. Disponível em: www.cvm.gov.br. Acesso em: janeiro de 2025.

_____. **Comissão de Valores Mobiliários.** Instrução CVM nº 8, de 8 de outubro de 1979. Disponível em: www.cvm.gov.br. Acesso em: janeiro de 2025.

_____. **Comissão de Valores Mobiliários.** Resolução CVM nº 62, de 22 de dezembro de 2022. Disponível em: www.cvm.gov.br. Acesso em: janeiro de 2025.

_____. **Comissão de Valores Mobiliários.** Resolução CVM nº 175, de 23 de dezembro de 2022. Disponível em: www.cvm.gov.br. Acesso em: janeiro de 2025.

BSM - Supervisão de Mercado. *BSM e CVM firmam acordo de cooperação para disciplinar o intercâmbio e acesso a dados e informações entre as instituições.* 22 de março de 2024. Disponível em: www.bsmsupervisao.com.br. Acesso em: janeiro de 2025.

B3 – Brasil, Bolsa, Balcão. *Boletim Mensal de Fundos Imobiliários.* Junho de 2024. Disponível em: www.b3.com.br. Acesso em: janeiro de 2025.

_____. *Número de investidores de FIIs passa de 1% da população brasileira.* 20 de julho de 2023. Disponível em: borainvestir.b3.com.br. Acesso em: janeiro. 2025.

DIAS, Luciana. *Novo Arcabouço Regulatório dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios - O Anexo II da Resolução CVM n 175, de 2022.* In: Fernando Kuyven. (Org.). Direito dos Fundos de Investimento. 1ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2023, v. 1, p. 459-480.

International Investment Funds Association (IIFA). *Investment Funds Assets Worldwide.* Relatório do segundo trimestre de 2024. Disponível em: www.iifa.ca. Acesso em: janeiro de 2025.