

O novo contorno do PAS-CVM e o ônus regulatório da diligência

13/06/2026

A recente alteração da disciplina do processo administrativo sancionador (PAS) da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) denota efeitos que vão além da esfera estritamente processual. As alterações normativas introduzidas desde a Medida Provisória nº 784/2017, posteriormente convertida na Lei nº 13.506/2017, e aprofundadas pela Resolução CVM nº 45/2021, mudaram a forma como o *enforcement* administrativo se projeta sobre os participantes do mercado de capitais.

Mais recentemente, a Resolução CVM nº 235/2025, publicada em 24 de novembro de 2025, conferiu nova redação a dispositivos da Resolução CVM nº 45/2021 e, em especial, ampliou o rol de infrações submetidas ao rito simplificado do PAS-CVM. A alteração não criou, propriamente, um novo universo material de infrações, mas ampliou as hipóteses em que determinadas condutas regulatórias podem ser apuradas em procedimento sancionador.

O artigo 3º da Resolução CVM nº 235/2025 altera a redação do Anexo C da Resolução CVM nº 45/2021, que trata das “infrações submetidas ao rito simplificado” previsto no artigo 73 da referida norma. Com a nova redação, passam a constar, entre outras hipóteses, falhas relacionadas a obrigações de administradores fiduciários e gestores em diferentes categorias de fundos.

A título de exemplo, incluem-se: (1) no caso de fundos de investimento em participações, a ausência de previsão, no regulamento, sobre a fixação e as condições de pagamento das taxas de administração, gestão, ingresso e saída, quando aplicáveis; e (2) no caso de fundos de investimento financeiros, a não observância da adequação entre os ativos integrantes da carteira e as regras de resgate e liquidez previstas no regulamento ou nas normas aplicáveis.

Para além das mudanças de rito processual, a Resolução CVM nº 235/2025 alerta aos participantes do mercado que se deve dar maior enfoque à governança das operações diárias. À medida em que mais condutas passam a poder tramitar pelo rito simplificado, a prevenção a um processo sancionador deixa de ser preocupação episódica e passa a integrar a própria governança diária das operações.

Evolução do PAS-CVM e o devido processo legal

Historicamente, o processo administrativo sancionador era muitas vezes percebido como um evento excepcional, relacionado a situações de infração evidente, fraude manifesta ou descumprimento objetivo de norma regulatória.

Divulgação



Spacca

A partir da Lei nº 13.506/2017 e da Resolução CVM nº 45/2021, o PAS-CVM passou a se inserir em uma arquitetura mais organizada de supervisão, investigação, acusação e julgamento.

Na busca pelo equilíbrio entre eficiência administrativa e segurança jurídica, tem-se que quanto mais abrangente e funcional se torna o sistema sancionador, maior deve ser o cuidado com a previsibilidade dos deveres exigidos e a efetiva possibilidade de defesa dos participantes regulados.

Para administradores, gestores e demais prestadores de serviços, a conformidade regulatória deixa de ser apenas um requisito formal e passa a funcionar como elemento de defesa em eventual PAS. O participante regulado não precisa apenas cumprir a norma; precisa conseguir demonstrar, de forma organizada e contemporânea, como a cumpriu.

O dever de diligência ocupa posição central no mercado de capitais. O conceito é útil ao permitir que a regulação alcance condutas que não poderiam ser integralmente previstas em regras fechadas. No entanto, ele carrega um risco próprio: a possibilidade de que, diante de um resultado negativo, a conduta do participante do mercado seja reinterpretada retrospectivamente como insuficiente.

Em julgado de 2024 da CVM, no âmbito do PAS CVM nº 19957.004318/2021-21, o colegiado enfrentou discussão relevante sobre a possibilidade de reenquadramento jurídico da conduta no curso do processo sancionador, especialmente em contexto envolvendo dever de diligência na administração de FIDC.

Do ponto de vista dogmático, o tema não é simples. É verdade que a autoridade julgadora pode, em certas hipóteses, atribuir aos fatos qualificação jurídica diversa daquela inicialmente indicada pela acusação. No entanto, essa possibilidade não pode esvaziar o contraditório.

A defesa em um processo sancionador não se organiza apenas contra fatos abstratamente descritos. Ela também se organiza contra o sentido jurídico que a autoridade atribui a esses fatos. Defender-se de uma imputação fundada em fraude não é o mesmo que defender-se de uma imputação fundada em negligência, falta de diligência ou deficiência de controles internos.

A diferença não é meramente terminológica. Ela envolve elementos subjetivos distintos, diferentes níveis de reprovabilidade, estratégias probatórias próprias e consequências reputacionais diversas.

Em matéria sancionadora, é necessário que o acusado compreenda, em tempo oportuno, qual dever teria violado e sob qual fundamento poderá ser responsabilizado.

Esse é um dos pontos em que a evolução procedimental do PAS-CVM produz efeitos ambivalentes. De um lado, busca-se evitar que questões formais impeçam a atuação sancionadora. De outro, amplia-se o ônus dos participantes de mercado de estruturar defesas mais abrangentes, capazes de responder não apenas à acusação expressamente formulada, mas também a possíveis reenquadramentos jurídicos.

Por fim, é importante ter em mente que, se há margem de larga apreciação na aplicação das penas, não é possível cogitar a existência de discricionariedade administrativa, pois não há margem de apreciação de oportunidade e conveniência para além dos limites legais [1]. Portanto, o enquadramento legal e a escolha da penalidade precisam ser guiados pela razoabilidade, adequação e proporcionalidade. Eventuais excessos e discricionariedade não podem ser toleradas e devem, inclusive, ser alvo de reapreciação pelo Poder Judiciário.

Integridade e governança na agenda corporativa

Em períodos de transição, há maior risco de sobreposição entre padrões antigos e novos de interpretação. O resultado pode ser uma insegurança relevante para participantes que estruturaram sua atuação com base em determinado arranjo normativo, mas passam a ser avaliados sob uma expectativa regulatória posterior ou mais rigorosa.



Na prática, isso aumenta o custo regulatório da atuação no mercado. Esse custo se manifesta em diferentes frentes: revisão de regulamentos, contratos e políticas internas; definição precisa das obrigações dos prestadores; criação de fluxos de informação; documentação de decisões; tratamento formal de exceções; registro de alertas; e preservação de evidências contemporâneas.

Em um ambiente em que a CVM pode examinar, anos depois, a suficiência da atuação dos envolvidos, a ausência de documentação pode ser interpretada como ausência de diligência. Muitas vezes, o problema não estará na inexistência de uma conduta defensável, mas na incapacidade de demonstrá-la de forma organizada.

A diligência, portanto, passa a ter uma dimensão probatória. Não basta que o administrador ou o gestor tenha atuado com cuidado; é preciso que consiga reconstruir esse cuidado documentalmente.

Esse deslocamento tem impacto direto na relação entre Direito, regulação e mercado. O jurídico deixa de atuar apenas na estruturação inicial ou na resposta a contingências. Passa a ocupar função preventiva contínua, acompanhando o desenho de governança, os fluxos de decisão e os mecanismos de controle dos fundos.

A CVM vem gradativamente demonstrando que não mais será possível tolerar a atuação privada sem robusto arcabouço técnico, jurídico e governamental. Assim, para além da observância às regras do setor, o mercado precisa adotar regras internas de governança, transparência, previsibilidade e segurança jurídica.

O novo PAS, portanto, é um recado que vem se tornando cada vez mais comum nos ambientes regulados: não mais serão toleradas condutas que não respeitem os pilares da governança, sustentabilidade e integridade administrativa. O mercado regulado não pode ser pautado apenas pelos resultados, mas deve manter postura voltada para a transparência e a tomada de decisões inteligentes.

Controle administrativo, processo disciplinar, governança corporativa e devido processo legal – um casamento necessário:

O fortalecimento da atuação sancionadora é parte natural de um mercado de capitais em amadurecimento, especialmente para a proteção da moralidade administrativa, princípio fundamental que norteia a administração pública [2]. No entanto, *enforcement* não pode substituir previsibilidade normativa. Tampouco pode transformar deveres abertos em instrumentos de responsabilização ampla.

A segurança jurídica não é um obstáculo à regulação. É condição para que a regulação funcione de forma legítima. Participantes de mercado precisam saber, com razoável antecedência, quais condutas são esperadas, quais deveres lhes são atribuídos e quais critérios serão utilizados para avaliar sua atuação.

No mesmo sentido, tratando-se de ato administrativo, ainda que haja espaço para certo grau de apreciação na análise fático-jurídica, toda e qualquer sanção no âmbito disciplinar deve partir de premissas razoáveis, sob pena de nulidade do ato jurídico administrativo punitivo [3].

Portanto, a motivação administrativa deve, necessariamente, levar em consideração a confluência de elementos fáticos, material, temporal e espacial, e vir acompanhada da exposição de motivos e demonstração da incidência da norma. Somente assim é possível garantir um Direito Administrativo Sancionador eficiente.

A crítica, portanto, não está na existência de *enforcement*, mas na necessidade de que ele seja exercido com rigor dogmático. Quanto mais amplo o espaço de atuação sancionadora, maior deve ser o compromisso com tipicidade, motivação, coerência decisória e respeito ao contraditório.

A evolução do PAS-CVM impõe uma mudança relevante na forma como administradores, gestores e demais prestadores de serviços devem encarar sua atuação no mercado, exigindo o desenvolvimento de mecanismos de governança capazes de produzir evidências e subsidiar eventual defesa regulatória, para além da mera busca pela estruturação jurídica mais adequada das operações.

[1] DI PIETRO, Maria Sylvia Zanella. Direito Administrativo / Maria Sylvia Zanella Di Pietro. – 37. ed., ver., atual. e ampl. – [2. Reimp.] – Rio de Janeiro: Forense, 2024, p. 946



[2] Vide art. 37 da Constituição Federal.

[3] FRANÇA, Vladimir da Rocha. O Motivo da Sanção Administrativa Disciplinar e seu Controle Jurisdicional. In: Integridade, Sustentabilidade e Governança: livro do 38º Congresso Brasileiro de Direito Administrativo / Cristiana Fortini, Ligia Melo, Emerson Gabardo (coord.). Belo Horizonte: Fórum, 2025, p. 236

Fonte: <https://conjur.jumps.com.br/2026-jun-13/o-novo-contorno-do-pas-cvm-e-o-onus-regulatorio-da-diligencia/>