



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº RJ2017/4199

(Processo Eletrônico nº SEI 19957.006936/2017-20)

Reg. Col. nº 1005/18

Acusados: Cabedal Investimentos & Commodities Ltda.
Sebastião Carlos da Silva Dutra

Assunto: Apurar eventual responsabilidade de instituição administradora de carteira de valores mobiliários e de seu diretor responsável por infração ao (i) art. 14, parágrafo único; e ao art. 15, incisos I, II e IV, da Instrução CVM nº 306/1999; e (ii) art. 65-B da Instrução CVM nº 409/2004

Relator: Diretor Alexandre Costa Rangel

Voto

I. Introdução

1. Este Processo¹ foi instaurado pela SIN para apurar eventual responsabilidade de (i) Cabedal, na qualidade de pessoa jurídica autorizada pela CVM a exercer a atividade de administração de carteira de valores mobiliários; e (ii) Sebastião Dutra, na condição de diretor de Cabedal responsável por tal atividade, em virtude de supostas infrações, ocorridas em 2015, a dispositivos das Instruções CVM nº 306/1999 e nº 409/2004, vigentes à época dos fatos.
2. Mais especificamente, as acusações objeto deste Processo referem-se a 2 (dois) núcleos de imputação, a saber:
 - (i) Estrutura física e de controles internos: o primeiro núcleo aborda supostas violações de dispositivos da Instrução CVM nº 306/1999 atinentes à obrigatoriedade de (a) segregação

¹ Os termos iniciados em letra maiúscula que não estiverem aqui definidos têm o significado que lhes foi atribuído no relatório que antecede este voto (“Relatório”).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

física da atividade de administração de carteira de valores mobiliários das demais atividades exercidas pela pessoa jurídica; e (b) adoção de procedimentos operacionais destinados à preservação de informações confidenciais, em especial o acesso restrito a arquivos e controles que permitam identificar quem acessou tais informações. Este primeiro núcleo (“Núcleo de Imputação 1”), assim, relaciona-se essencialmente à estrutura física e de controles internos que um administrador de carteira de valores mobiliários deve manter para validamente desempenhar suas atividades, nos termos do art. 14, parágrafo único²; e do art. 15, incisos I, II e IV³, da Instrução CVM nº 306/1999; e

- (ii) Gestão de liquidez: a segunda parte da imputação é formada por uma única suposta infração, ao art. 65-B da Instrução CVM nº 409/2004⁴, que atribui ao administrador de carteira de valores mobiliários a obrigação de adotar políticas, práticas e controles internos para que a liquidez das carteiras dos fundos de investimento que administra seja compatível com (a) os prazos previstos nos regulamentos dos fundos para pagamento dos pedidos de resgate; e (b) o cumprimento das obrigações dos fundos. Este segundo núcleo (“Núcleo de Imputação 2”) diz respeito especificamente à atuação de Cabedal como administradora do FIM FP1.

² “Art. 14. A pessoa natural ou jurídica responsável pela administração da carteira de valores mobiliários deve observar as seguintes regras de conduta: (...) Parágrafo único. O administrador deve garantir, através de mecanismos de controle interno adequados, o permanente atendimento às normas e regulamentações vigentes, referentes às diversas alternativas e modalidades de investimento, à própria atividade de administração de carteira e aos padrões de conduta ética e profissional.”

³ “Art. 15. Na administração de carteira de valores mobiliários deve ser assegurada a completa segregação das demais atividades exercidas pela pessoa jurídica, devendo ser adotados procedimentos operacionais, dentre outros, objetivando: I - a segregação física de instalações entre áreas responsáveis por diferentes atividades prestadas relativas ao mercado de capitais, ou definição clara e precisa de práticas que assegurem o bom uso de instalações, equipamentos e arquivos comuns a mais de um setor da empresa; II - a preservação de informações confidenciais por todos os seus administradores, colaboradores e funcionários, proibindo a transferência de tais informações a pessoas não habilitadas ou que possam vir a utilizá-las indevidamente, em processo de decisão de investimento, próprio ou de terceiros; (...) IV - o acesso restrito a arquivos, bem como à adoção de controles que restrinjam e permitam identificar as pessoas que tenham acesso às informações confidenciais;”

⁴ Introduzido na Instrução CVM nº 409/2004 pela Instrução CVM nº 522/2012, o dispositivo em comento enuncia: “Art. 65-B. O administrador deve adotar as políticas, práticas e controles internos necessários para que a liquidez da carteira do fundo seja compatível com: I – os prazos previstos no regulamento para pagamento dos pedidos de resgate; e II – o cumprimento das obrigações do fundo.”



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

3. Início o meu voto examinando as preliminares processuais arguidas pelos Acusados, passando, em seguida, a analisar as razões de mérito no tocante às infrações a eles imputadas e, ao final, chego à conclusão.

II. Preliminares

Coisa julgada administrativa

4. A Defesa sustenta que, no âmbito dos Processos Originários, a Área Técnica teria reconhecido que não existiriam provas da prática de qualquer irregularidade imputável aos Acusados, o que teria motivado o arquivamento dos aludidos processos, conforme despachos proferidos em 25 e 28.08.2017⁵. A partir de tal alegação, sustentam haver coisa julgada administrativa⁶ e pleiteiam (i) o arquivamento do presente Processo; e (ii) que sejam retirados dos autos todos os argumentos que façam menção aos Processos Originários não constantes dos aludidos despachos de 25 e 28.08.2017.

5. A preliminar em questão deve ser rejeitada. Diferentemente do alegado pelos Acusados, em nenhum momento a Área Técnica reconheceu qualquer espécie de ausência de responsabilidade de Cabedal ou de Sebastião Dutra com relação às imputações objeto deste Processo. Aliás, importante anotar que sequer foi esse o motivo que fundamentou o arquivamento dos Processos Originários. É o que passo a expor.

6. Como narrado em maiores detalhes no Relatório, a origem deste Processo remonta a 2 (dois) outros processos anteriores, quais sejam, os Processos Administrativos CVM nº RJ2015/8176 e RJ2015/8388, instaurados pela SIN no segundo semestre de 2015.

7. O Processo Administrativo CVM nº RJ2015/8176 tratou basicamente da Inspeção realizada em instalações físicas ocupadas por Cabedal, entre 10 e 25.08.2015, com o intuito de averiguar se a estrutura física e organizacional, os recursos humanos, os equipamentos e os sistemas efetivamente empregados no exercício de suas atividades eram compatíveis com as

⁵ Doc. SEI 0472907.

⁶ A primeira alegação preliminar dos Acusados se repete ao longo da Defesa, ora se referindo à existência de coisa julgada administrativa no âmbito dos Processos Originários (Doc. SEI 0472878, fls. 1-2), ora se referindo à existência de coisa julgada administrativa apenas com relação ao Processo Administrativo CVM nº RJ2015/8388 (Doc. SEI 0472878, fl. 6).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

informações prestadas à Autarquia no contexto do processo de credenciamento como administradora de carteira de valores mobiliários.

8. Diante das constatações decorrentes da Inspeção, concluiu a Área Técnica que Cabedal não dispunha de instalações físicas nem de controles internos adequados para o regular exercício da atividade de administração de carteira de valores mobiliários, em violação a dispositivos da Instrução CVM nº 306/1999. Esta avaliação embasou o Núcleo de Imputação 1, que se refere às questões de estrutura física e controles internos de Cabedal.

9. A seu turno, o Processo Administrativo CVM nº RJ2015/8388 teve por objeto apurar possíveis irregularidades relacionadas⁷⁻⁸ (i) a atrasos na apresentação das demonstrações contábeis do FIM FP1 relativas aos exercícios de 2011, 2013 e 2014; (ii) à metodologia e premissas utilizadas na precificação de determinados ativos integrantes da carteira do Fundo; (iii) ao fato de Cabedal, imediatamente após a divulgação ao mercado de sua renúncia à administração do FIM FP1 e do FP2 FIP por meio do fato relevante de 25.08.2015,⁹ não ter convocado assembleia geral de cotistas para eleger seu substituto e não ter assumido o compromisso de permanecer no exercício de suas funções até sua efetiva substituição; e (iv) à gestão de liquidez do FIM FP1, tendo em vista que, em 11.08.2015, Cabedal promoveu o fechamento do Fundo para resgates por falta de liquidez, logo após pedido de resgate total de cotas formulado por um de seus cotistas, conforme fato relevante divulgado na mesma data¹⁰.

10. Concluiu a Área Técnica não haver justa causa para a atuação sancionadora da CVM em relação às questões descritas nos itens (i) a (iii) do parágrafo anterior¹¹. Contudo, no que tange ao item (iv) acima, de modo diverso, a SIN entendeu que teria havido violação ao art. 65-B da Instrução CVM nº 409/2004. Foi justamente este ponto que embasou a acusação descrita neste

⁷ Conforme se extrai dos despachos que fundamentaram o arquivamento do Processo Administrativo CVM nº RJ2015/8388 (Doc. SEI 0472907, fls. 287 e 291).

⁸ Registre-se que as potenciais outras infrações apuradas no âmbito do Processo Administrativo CVM nº RJ2015/8388 envolveram outros administradores e gestores do FIM FP1.

⁹ Doc. SEI 0472895.

¹⁰ Doc. SEI 0332457.

¹¹ Mais especificamente, a SIN entendeu (a) em relação ao item (i), que os atrasos na apresentação de demonstrações financeiras deveriam ensejar a aplicação de multa cominatória ordinária pela Área Técnica, nos termos da então vigente Instrução CVM nº 452/2007; e (b) sobre os itens (ii) e (iii), que não foram juntados aos autos elementos que comprovassem conduta irregular de Cabedal (Doc. SEI 0472907, fls. 287-293).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

voto como Núcleo de Imputação 2, que cuida da apuração de eventuais irregularidades relacionadas à gestão de liquidez do Fundo.

11. Percebe-se, portanto, que foram diversos os fatos e condutas apurados no contexto dos Processos Originários. Com relação a alguns deles, reconheceu a Área Técnica a ausência de elementos que comprovassem uma conduta irregular dos Acusados. Entretanto, sobre os Núcleos de Imputação 1 e 2, entendeu a Área Técnica que existiria, sim, justa causa para a atuação sancionadora da CVM e, por esse motivo, lavrou a Acusação que inaugurou o presente Processo. Os despachos que motivaram o arquivamento do Processo Administrativo CVM nº RJ2015/8388, juntados aos autos pelos Acusados, apenas corroboram a sequência de fatos processuais acima exposta.

12. Nesse contexto, não se sustenta a alegação no sentido de que teria havido, no bojo dos Processos Originários, o reconhecimento da inexistência de prova da prática de qualquer irregularidade imputável aos Acusados.

13. Voto, nesses termos, pela rejeição da preliminar em questão.

Curto espaço de tempo em que Cabedal atuou como administradora do FIM FP1 e fatos supervenientes

14. Adicionalmente, requerem os Acusados o arquivamento do presente Processo com base na alegação de que Cabedal **(a)** atuou como administradora do FIM FP1 por apenas 3 (três) meses e 25 (vinte e cinco) dias; **(b)** pleiteou à CVM no âmbito do seu processo de recadastramento, em carta datada de 30.06.2016, não mais atuar como administradora fiduciária, mas somente na categoria de gestora de recursos¹²; e **(c)** teve cancelada por esta Autarquia sua autorização para o exercício da atividade de administração de carteira de valores mobiliários, conforme ofício de 20.12.2017 juntado aos autos¹³.

15. Entendo que tal preliminar não procede.

16. Como demonstrado no Relatório, em 2015, à época dos fatos que motivaram as imputações formuladas em face dos Acusados no presente Processo - essencialmente, a Inspeção, realizada entre 10 e 25.08.2015, e a sequência de eventos que culminou com o fechamento do

¹² Doc. SEI 0472896.

¹³ Doc. SEI 0472897.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

FIM FP1 para resgates em 11.08.2015 -, Cabedal possuía autorização da CVM para administrar carteira de valores mobiliários e atuava como administradora do FIM FP1.

17. Portanto, respondia Cabedal, inclusive perante a CVM, por seus eventuais atos ou omissões violadores da lei, das disposições regulamentares aplicáveis e dos regulamentos dos fundos sob sua administração. Era exatamente o que dispunham, de modo expresso, o art. 17 da Instrução CVM nº 306/1999¹⁴ e o art. 57, §5º, da Instrução CVM nº 409/2004,¹⁵ ambos vigentes quando da ocorrência dos fatos aqui analisados.

18. Nenhum dos argumentos trazidos pelos Acusados na presente preliminar é capaz de afastar, *a priori*, a possibilidade de sua responsabilização, por esta Autarquia, pelas eventuais infrações às disposições legais e regulamentares aplicáveis.

19. A brevidade do período em que Cabedal ocupou a posição de administradora fiduciária do FIM FP1 não justifica a relativização das obrigações decorrentes do fato de que Cabedal estava no pleno exercício de sua função como administradora de carteira de valores mobiliários e atuava como administradora do FIM FP1, quando da ocorrência dos fatos apurados no presente Processo.

20. Por serem igualmente desprovidos do condão de afastar, *a priori*, a possibilidade de responsabilização dos Acusados pelas supostas infrações apuradas neste Processo, melhor sorte não merecem os demais fatos supervenientes invocados, quais sejam, o cancelamento da autorização de Cabedal para o exercício da atividade de administração de carteira de valores mobiliários em dezembro de 2017 e o fato de Cabedal ter informado, em junho de 2016, que não mais atuaria como administradora fiduciária.

¹⁴ “Art. 17. A pessoa natural ou jurídica, no exercício da atividade de administração de carteira de valores mobiliários, é diretamente responsável, civil e administrativamente, pelos prejuízos resultantes de seus atos dolosos ou culposos e pelos que infringirem normas legais, regulamentares ou estatutárias, sem prejuízo de eventual responsabilidade penal e da responsabilidade subsidiária da pessoa jurídica de direito privado que a contratou ou a supervisionou de modo inadequado.”

¹⁵ “Art. 57. A contratação de terceiros devidamente habilitados ou autorizados para a prestação dos serviços de administração, conforme mencionado no art. 56, é faculdade do fundo, sendo obrigatória a contratação dos serviços de auditoria independente (art. 84) e, quando não estiver o administrador devidamente autorizado ou credenciado para a sua prestação, os serviços previstos nos incisos III, IV, V e VI. (...) §5º Sem prejuízo do disposto no § 2º, o administrador e cada prestador de serviço contratado respondem perante a CVM, na esfera de suas respectivas competências, por seus próprios atos e omissões contrários à lei, ao regulamento do fundo e às disposições regulamentares aplicáveis.”



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

21. Pelos motivos expostos, entendo improcedente a alegação preliminar em tela, razão pela qual voto pelo seu indeferimento¹⁶.

Cerceamento do direito de defesa

22. Os Acusados alegam, de modo incidental, o cerceamento ao seu direito de defesa, com base nos seguintes argumentos: **(i)** não tiveram acesso à íntegra do Processo Administrativo CVM nº RJ2015/8176 ou ao Relatório de Inspeção, a despeito de terem “*buscado informações*” junto à CVM; **(ii)** os ofícios por meio dos quais foi solicitada a Manifestação Prévia dos Acusados, nos termos do art. 11 da então vigente Deliberação CVM nº 538/2008, não apontaram expressamente quais requisitos para o exercício da atividade de administração de carteira de valores mobiliários, estipulados na regulamentação aplicável, teriam supostamente sido violados; e **(iii)** ao serem intimados para o oferecimento da Defesa no âmbito do presente Processo, não foi fornecida de imediato cópia completa da Acusação, nem instruções para acesso aos autos. Por conseguinte, segundo a tese adotada pela Defesa, restaria caracterizada a nulidade deste Processo¹⁷.

23. Todavia, entendo não ter havido qualquer cerceamento ao direito de defesa dos Acusados no presente Processo.

24. Inicialmente, a respeito do item (i) do parágrafo 22 acima, destaco que não existe nos autos qualquer evidência apta a demonstrar que os Acusados tenham solicitado acesso, vistas ou cópias do Processo Administrativo CVM nº RJ2015/8176 ou do Relatório de Inspeção. Se solicitação nesse sentido não foi feita, resta claro não ter havido qualquer atuação da CVM passível de prejudicar ou, de qualquer modo, cercear o direito de defesa dos Acusados. Como bem assinalado pela Acusação: “*é preciso mencionar que em nenhum momento Cabedal solicitou acesso aos autos, nos termos do que dispõe a Deliberação CVM nº 481/2005. Por certo, caso fosse diligente e solicitasse vistas aos autos, a CABEDAL teria acesso à íntegra do Processo*

¹⁶ As alegações relativas ao curto tempo de atuação como administradora fiduciária e os fatos supervenientes supracitados podem e devem ser levados em consideração quando da avaliação da dosimetria da penalidade a ser aplicada. Em conjunto com as demais circunstâncias específicas que cercam o caso concreto, são pontos importantes a serem considerados na etapa do voto que cuida do tipo e do tamanho das sanções - mas não como preliminar e jamais como elemento apto a elidir, antecipadamente, o comando regulatório consubstanciado nas obrigações aqui tratadas.

¹⁷ Doc. SEI 0472878 (fls. 31-32).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

CVM nº RJ-2015-8176, bem como ao Relatório de Inspeção, que faz parte do referido processo”¹⁸.

25. Quanto ao argumento tratado no item (ii) do parágrafo 22 acima, observo primeiramente que, há muito, resta consolidado neste Colegiado o entendimento de que o pedido de esclarecimentos formulado pela área técnica da CVM, em sede de apuração de eventuais ilícitos inseridos na esfera sancionatória da Autarquia - previsto desde a Deliberação CVM nº 457/2002¹⁹⁻²⁰ - tem como objetivo auxiliar a instrução processual e a formação de convicção sobre a materialidade e a autoria das infrações investigadas, não se consubstanciando em defesa prévia de eventuais acusados²¹.

26. Nesse sentido, diferentemente do alegado pelos Acusados, os ofícios por meio dos quais lhes foi franqueada a oportunidade de apresentar as respectivas manifestações prévias não somente detalharam todos os pontos objeto de investigação pela Área Técnica e as deficiências encontradas no curso da Inspeção, como também apontaram expressamente os dispositivos que, com base nas apurações e diligências até então conduzidas, poderiam ter sido violados²².

27. Cumpre acrescentar que a peça acusatória foi submetida ao controle prévio de legalidade pela Procuradoria Federal Especializada desta CVM, que atestou o atendimento ao disposto no art. 11 da Deliberação CVM nº 538/2008²³.

18 A Deliberação CVM nº 481/2005 dispõe sobre a concessão de vista de autos de processos administrativos de qualquer natureza instaurados no âmbito da CVM.

¹⁹ Revogada pela Deliberação CVM nº 538/2008, que, por sua vez, foi revogada pela Instrução CVM nº 607/2019.

²⁰ “Art. 6º-B. Para formular a acusação, a Comissão de Inquérito e o Superintendente, na hipótese referida no art. 4º, deverão ter diligenciado no sentido de obter do acusado esclarecimentos sobre os fatos descritos no relatório ou no termo de acusação, conforme o caso. Parágrafo único. Considerar-se-á atendido o disposto no “caput” sempre que o acusado: I – tenha prestado depoimento pessoal ou se manifestado voluntariamente acerca dos atos a ele imputados; ou II – tenha sido intimado para prestar esclarecimentos sobre os atos a ele imputados, ainda que não o faça.”

²¹ Ainda sob a égide da Deliberação CVM nº 457/2002, o Diretor Pedro Marcilio, em seu voto no PAS CVM nº RJ2006/4665, julgado em 09.01.2007, apontou que o pedido de esclarecimentos aos investigados “*não confere um direito subjetivo aos indiciados nem se consubstancia em uma defesa prévia, sendo medida única e exclusiva de eficiência administrativa, com o objetivo de evitar acusações descabidas e melhorar o nível probatório dos processos administrativos, buscando, ao final, a instauração apenas de processos sancionadores justificados e que sejam instruídos com qualidade*”. Na mesma direção, já sob a Deliberação CVM nº 538/2008, o Diretor Otavio Yazbek esclareceu que o seu art. 11 visa a “*proteger e viabilizar o exercício do poder de polícia pela CVM. Com efeito, a oitiva preliminar tem por objetivo tão somente dar suporte à formação da convicção da área técnica quanto à materialidade e a autoria das infrações e auxiliar na boa instrução do processo, durante a etapa investigativa de que trata o art. 9º, §2º, da Lei nº 6.385, de 7.12.1976. O dispositivo não confere, portanto, um direito subjetivo aos investigados, nem deve ser confundido com defesa prévia*”.

²² Docs. SEI 0332068 e 0332073 (itens 8, 9, 10, 16 e 17).

²³ Doc. SEI 0359042.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

28. Ressalte-se, também, que os Acusados prestaram os esclarecimentos que entenderam necessários durante a fase investigativa²⁴ e, após serem intimados para apresentação de defesa, tiveram acesso integral aos autos e a oportunidade de contestar as acusações a eles imputadas, bem como requereram a produção das provas que consideraram pertinentes²⁵. Sob esse aspecto, portanto, também não se verifica qualquer espécie de cerceamento ao direito de defesa dos Acusados.

29. Melhor sorte não merece o argumento objeto do item (iii) do parágrafo 22 acima, uma vez que (i) a citação no presente Processo obedeceu às disposições aplicáveis da então vigente Deliberação CVM nº 538/2008, as quais não instituíam a obrigatoriedade de encaminhamento conjunto da Acusação ou instruções detalhadas para acesso aos autos²⁶; (ii) apesar da inexistência de tal obrigatoriedade, a CCP encaminhou, em conjunto com a citação, as imputações formuladas em face dos Acusados; (iii) posteriormente, diante de pleitos específicos por eles formulados, a CCP encaminhou o inteiro teor da Acusação e concedeu cópia integral dos autos; e (iv) a Área Técnica deferiu os 2 (dois) pedidos de prorrogação do prazo para apresentação da defesa formulados pela advogada dos Acusados.

30. Nesse contexto, uma vez regularmente citados e iniciado o processo administrativo sancionador propriamente dito, caberia aos Acusados a adoção de todos os procedimentos que entendessem cabíveis, oportunos ou necessários ao exercício pleno do contraditório e da ampla defesa. E, de fato, assim ocorreu, a despeito dos percalços acima relatados, superados pela postura de cooperação e transparência da Autarquia com os Acusados no curso do Processo, orientando-os didaticamente acerca do procedimento previsto na aludida Deliberação CVM nº 538/2008 e esclarecendo suas dúvidas e questionamentos sobre como praticar os mais diversos atos processuais.

²⁴ Doc. SEI 0332081 (fls. 234-236).

²⁵ Em 29.06.2021, o Colegiado rejeitou, por unanimidade, os pedidos de produção de provas formulados pelos Acusados (Doc. SEI 1294256).

²⁶ Como já tive oportunidade de me manifestar, no âmbito do PAS CVM nº RJ2016/5786, julgado em 22.06.2021, sob minha relatoria, “a citação, apresentando formalmente aos acusados a acusação formulada pela área técnica, deve conter os elementos necessários à adequada compreensão dos fatos descritos e das imputações formuladas. Trata-se de ato processual de extrema relevância, que aperfeiçoa a relação processual no âmbito de um processo administrativo sancionador junto à CVM.”



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

31. Ao fim, como já mencionado, os Acusados, após terem acesso integral aos autos, apresentaram a devida contestação à Acusação, cumulada com pedido de produção de provas, não havendo que se falar, assim, em qualquer prejuízo ao seu direito de defesa e ao contraditório, nos termos por eles levantados.

32. Rejeitadas, nesses termos, todas as alegações preliminares, passo à análise do mérito.

III. Mérito

33. Examinarei o mérito separadamente, tratando, primeiramente, da responsabilidade de Cabedal e de Sebastião Dutra quanto ao Núcleo de Imputação 1 e, em seguida, quanto ao Núcleo de Imputação 2.

Núcleo de Imputação 1 (estrutura física e de controles internos de Cabedal)

34. Como anteriormente afirmado, o Núcleo de Imputação 1 relaciona-se essencialmente à falta de estrutura física e de controles internos que um administrador de carteira de valores mobiliários deve manter para desempenhar tal atividade regularmente e que, à época dos fatos, eram exigidos pelo art. 14, parágrafo único²⁷, e pelo art. 15, incisos I, II e IV²⁸, da Instrução CVM nº 306/1999.

35. A esse respeito, o conjunto fático-probatório presente nos autos, notadamente por meio do Relatório de Inspeção, revelou situação de clara inadequação de infraestrutura física, de recursos humanos, de tecnologia de informação e de controles internos por parte de Cabedal para o exercício da atividade de administração de carteira de valores mobiliários.

²⁷ “Art. 14. A pessoa natural ou jurídica responsável pela administração da carteira de valores mobiliários deve observar as seguintes regras de conduta: (...) Parágrafo único. O administrador deve garantir, através de mecanismos de controle interno adequados, o permanente atendimento às normas e regulamentações vigentes, referentes às diversas alternativas e modalidades de investimento, à própria atividade de administração de carteira e aos padrões de conduta ética e profissional.”

²⁸ “Art. 15. Na administração de carteira de valores mobiliários deve ser assegurada a completa segregação das demais atividades exercidas pela pessoa jurídica, devendo ser adotados procedimentos operacionais, dentre outros, objetivando: I - a segregação física de instalações entre áreas responsáveis por diferentes atividades prestadas relativas ao mercado de capitais, ou definição clara e precisa de práticas que assegurem o bom uso de instalações, equipamentos e arquivos comuns a mais de um setor da empresa; II - a preservação de informações confidenciais por todos os seus administradores, colaboradores e funcionários, proibindo a transferência de tais informações a pessoas não habilitadas ou que possam vir a utilizá-las indevidamente, em processo de decisão de investimento, próprio ou de terceiros; (...) IV - o acesso restrito a arquivos, bem como à adoção de controles que restrinjam e permitam identificar as pessoas que tenham acesso às informações confidenciais;”



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

36. O art. 15, inciso I, da Instrução CVM nº 306/1999, vigente à época dos fatos, prescrevia a obrigatoriedade de segregação física da atividade de administração de carteira de valores mobiliários em relação às demais atividades desempenhadas pela mesma pessoa jurídica. Nos termos do dispositivo, conferia-se ao administrador a possibilidade de optar entre (i) promover uma segregação física total entre a atividade de administração de carteira de valores mobiliários e as demais atividades exercidas pela instituição; ou (ii) promover uma segregação física meramente parcial, contanto que fossem definidas, de modo claro e preciso, as práticas necessárias a garantir o bom uso das instalações, equipamentos e arquivos comuns a mais de um setor da própria sociedade²⁹.

37. A despeito de se tratar de recurso extremo³⁰, a exigência de segregação de atividades - mantida na Instrução CVM nº 558/2015, que a partir de 04.01.2016 revogou a norma vigente à época - objetiva, em última análise, a prevenção ou mitigação do risco da prática de atos ilícitos, como o uso indevido de informação privilegiada, resultante de situações de potenciais conflitos de interesses. Em outras palavras, com a segregação física procura-se “mitigar situações que propiciem conflitos de interesses e assegurar que as decisões do administrador de carteira possam ser tomadas com autonomia e independência em relação a outras áreas e departamentos

²⁹ Conforme explicou a Diretora Relatora Luciana Dias, em seu voto no PAS CVM nº RJ2010/13301, julgado em 23.10.2012, “o art. 15 dá ao administrado a opção de estabelecer uma segregação física total entre as atividades de administração de carteira e as demais atividade do intermediário ou uma segregação física parcial, desde que esta não ameace o comando geral de segregação do caput. Para isso, quando o intermediário optar por não segregar fisicamente certas partes da atividade de administração de carteira, por entender que elas não implicam conflito de interesses e não colocam em risco a independência da atividade de gestão de carteira, ele deve definir, de maneira clara e precisa, as práticas necessárias a garantir o ‘bom uso de instalações, equipamentos e arquivos comuns a mais de um setor da empresa’”.

³⁰ Nesse sentido, como afirmado pela Superintendência de Desenvolvimento de Mercado (“SDM”) no Relatório de Análise da Audiência Pública SDM nº 14/2011, que deu origem à Instrução CVM nº 558/2015 e revogou a Instrução CVM nº 306/1999: “Certamente, a segregação física é uma forma de controle de risco de atos ilícitos extrema, que possui custos de execução não desprezíveis para algumas instituições. A segregação física é adequada, porém, quando os riscos de atos ilícitos resultantes de situações de conflito de interesses são significativos.” No mesmo documento, complementa a SDM que: “As regras de segregação (...) são importantes para se reduzir a possibilidade de ocorrência de diversos atos ilícitos, tais como o uso indevido de informação privilegiada e a realização de operações, em nome do cliente, em condições não comutativas. O risco de alguns desses atos ilícitos é, de fato, maior quando há conflito entre os interesses da instituição e do cliente, mas notadamente o uso de informações privilegiadas pode ocorrer mesmo quando o interesse do cliente não é prejudicado.” Destaco que o Relatório de Análise em tela não consiste propriamente em uma exposição de motivos da Autarquia para edição da norma ou mesmo na expressão de entendimento do Colegiado quanto à correta interpretação e ao alcance da norma editada, mas, sim, em apenas um dos vários elementos que podem contribuir para a compreensão dos debates travados com os participantes da audiência pública ao tempo da edição da regulamentação em questão.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

*da pessoa jurídica*³¹. Na ausência ou impossibilidade dessa segregação, faz-se necessária a implementação de práticas que garantam o bom uso das instalações comuns.

38. Tecidas essas breves considerações a respeito do sentido e alcance do inciso I do art. 15 da Instrução CVM nº 306/1999, registro que, para que o comando nele contido seja aplicável a determinada situação fática, constitui requisito necessário a multiplicidade de atividades desempenhadas pelo administrador de carteira. É dizer: faz-se necessário que a pessoa física ou jurídica em questão também exerça ao menos uma atividade adicional à de administração de carteira de valores mobiliários, pois, do contrário, não haveria do que segregar esta atividade.

39. No caso concreto, à época dos fatos, além de atuar como administradora de 2 (dois) fundos de investimento - o FIM FP1 e o FP2 FIP -, restou incontroverso nos autos que Cabedal também prestava serviços de corretagem para clientes interessados em operar na bolsa de mercadorias, conforme declarações prestadas por Sebastião Dutra durante a Inspeção³².

40. Também segundo declaração de Sebastião Dutra durante a Inspeção, Cabedal ainda estaria disponível para prestar outros serviços oferecidos em seu site na internet, declaração posteriormente contestada na Defesa conjunta dos Acusados, que a reputou como “*falaciosa*”. Nada obstante, entendo desnecessário determinar se Cabedal estava ou não disponível a prestar tais serviços adicionais.

41. Com efeito, a segregação de atividades deve ser observada não apenas no âmbito da pessoa jurídica prestadora dos serviços de administração de carteira de valores mobiliários, mas também em relação a terceiros, haja vista, em especial, a possibilidade de que estes influenciem ou se beneficiem das decisões tomadas pelo administrador³³.

42. Após verificar que Cabedal não ocupava mais o endereço constante de seu cadastro, na cidade de Niterói, a Inspeção apurou que a sociedade estava funcionando em estrutura física cedida pela instituição financeira P. DTVM, na cidade do Rio de Janeiro. A utilização deste local

³¹ Nos termos do voto da Diretora Relatora Luciana Dias, no julgamento do PAS CVM nº RJ2010/12201, julgado em 04.08.2015.

³² Doc. SEI 0331461 (fl. 87).

³³ Nessa direção, em seu voto no PAS CVM nº RJ2010/12201, julgado em 04.08.2015, a Diretora Relatora Luciana Dias apontou que “[a] fim de conferir efetividade à norma acima descrita e de fato preservar as decisões de investimento, a segregação de atividades é importante não apenas dentro de uma mesma pessoa jurídica, mas também em relação a terceiros que possam ou influenciar ou se beneficiar das decisões do administrador de carteiras.”



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

foi formalizada na cláusula 5.1.1 do “*Contrato de Prestação de Serviços de Administração de Carteira de Valores Mobiliários*”, firmado entre as sociedades em fevereiro de 2013 e juntado aos autos pelos Acusados em sua Defesa (“*Contrato de Administração de Carteira*”)³⁴.

43. Ocorre que, durante seus trabalhos, a Inspeção reuniu evidências aptas a comprovar que, nas instalações comuns entre as duas instituições, não havia qualquer segregação entre, de um lado, a atividade de administração de carteira de valores mobiliários desempenhada por Cabedal, na condição de administradora do FIM FP1 e do FP2 FIP; e, de outro, as demais atividades que ela própria e P. DTVM exerciam. Tampouco foram identificados procedimentos que garantissem o uso adequado das instalações comuns.

44. Para melhor ilustrar a forma como Cabedal desempenhava suas atividades, transcrevo a seguir os trechos do Relatório de Inspeção que descrevem as instalações encontradas e a inexistência de qualquer segregação física. Acerca das instalações, constatou-se que “*se limitam a uma pequena sala comercial dividida em dois ambientes. O primeiro deles continha três mesas totalmente desocupadas, cadeiras e um pequeno armário praticamente vazio. No segundo ambiente, este ocupado, havia cinco cadeiras, uma mesa e um pequeno armário. Havia ainda, no segundo ambiente, dois computadores portáteis e um aparelho telefônico (...)*”. Em outra parte, a respeito da segregação física das atividades relacionadas à administração de carteira de valores mobiliários propriamente dita e da existência de controles de acesso, foi verificado que “*não há segregação alguma. Tampouco há controle que restrinja o acesso aos funcionários, haja vista a estrutura quase inexistente acima relatada*”³⁵.

45. A esse respeito, sustentam os Acusados, em síntese, que³⁶ (i) Cabedal se encontrava em instalações de propriedade de P. DTVM no momento em que foi realizada a Inspeção, sendo desta instituição financeira a responsabilidade pela estrutura física ocupada por Cabedal em razão

³⁴ “5.1.1 – Ficam definidos como Custos Fixos, os itens necessários para a manutenção das áreas utilizadas pela CONTRATADA [Cabedal], cedida sem ônus pela CONTRATANTE [P. DTVM] no ato da assinatura deste Contrato, tratando-se este de parte do escritório da CONTRATANTE localizado na Cidade do Rio de Janeiro.” (Doc. SEI 0332203, fl. 3).

³⁵ Doc. SEI 0331461 (fl. 87).

³⁶ As alegações dos Acusados foram extraídas (i) das Manifestações Prévias no que tange aos fatos apurados no âmbito dos Processos Originários, apresentadas em atendimento aos termos do art. 11, inciso II, da Deliberação CVM nº 538/2008, vigente à época (Doc. SEI 0332081, fls. 238-239 e 241); e (ii) de sua Defesa (Doc. SEI 0472878, fls. 12-14, 16-17, 20 e 40-42).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

do supracitado Contrato de Administração de Carteira³⁷; **(ii)** as instalações nas quais foi realizada a Inspeção eram provisórias, pois P. DTVM havia adquirido um andar em imóvel localizado no centro da cidade do Rio de Janeiro, no qual seria instalada a nova sede de Cabedal e cujo projeto de reforma fora concebido “segundo as normas segregacionais determinadas pela CVM” e “com o que havia de melhor em tecnologia, e estrutura segregacional, com os mais modernos sistemas de controle e informação”³⁸; **(iii)** especificamente no endereço em que foi realizada a Inspeção, funcionava, de forma provisória e segregada, unicamente o departamento jurídico de Cabedal, não tendo sido visitadas pela equipe que conduziu a Inspeção as demais salas e dependências de P. DTVM ou o mencionado imóvel em reforma, para o qual se mudaria Cabedal³⁹; **(iv)** a reforma da nova sede não chegou a ser concluída devido a “irregularidades de cunho contratual e estrutural”⁴⁰ e à decretação da liquidação extrajudicial de P. DTVM⁴¹; e **(v)** diante de tais fatos, Cabedal retornou para o endereço constante de seu cadastro junto à CVM, na cidade de Niterói, e começou a tomar providências para adequá-lo aos “padrões CVM” e realizar as obras necessárias⁴².

46. Nenhuma dessas alegações, contudo, afasta ou elide a responsabilidade de Cabedal pelo descumprimento do art. 15, inciso I, da Instrução CVM nº 306/1999.

47. Primeiramente, o fato de Cabedal ocupar as instalações de P. DTVM, com suporte em relação contratual vigente entre as duas sociedades, não tem o condão de transferir à última a responsabilidade por cumprir regra de segregação física, cujo destinatário é, de acordo com seus próprios termos, o administrador de carteira de valores mobiliários. A responsabilidade por cumprir a regulamentação editada pela CVM é do participante do mercado a quem ela se dirige, não sendo oponíveis à Autarquia quaisquer eventuais convenções ou pactos particulares firmados com a finalidade de, a qualquer modo, transferir ou compartilhar tal responsabilidade com terceiros.

³⁷ Doc. SEI 0332203.

³⁸ Doc. SEI 0472878 (fls. 13-14).

³⁹ Doc. SEI 0472878 (fls. 20 e 23).

⁴⁰ Doc. SEI 0332081 (fl. 238).

⁴¹ Doc. SEI 0331705.

⁴² Doc. SEI 0332081 (fl. 238).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

48. Tampouco prospera a alegação de que as instalações de Cabedal seriam provisórias, havendo previsão de mudança para outro imóvel, adquirido pela P. DTVM e cuja reforma previa o atendimento a todas as normas de segregação física, imóvel este que a Inspeção da CVM não teria visitado. Ora, o objeto da Inspeção - e do presente Processo - foi a verificação das condições em que, à época, Cabedal desempenhava a atividade de administração de carteira de valores mobiliários. Não se trata aqui de avaliar se, no futuro, Cabedal disporia de uma estrutura física e operacional que, também no futuro, poderia vir a estar em conformidade com os requisitos normativos exigidos para o exercício daquela atividade.

49. Observo, ademais, que a previsão de mudança para outro imóvel não constava do contrato celebrado entre P. DTVM e Cabedal⁴³. Ainda, como acima relatado, a mudança supostamente programada para instalações condizentes com os requisitos normativos terminou por não se cumprir, tendo Cabedal retornado a seu antigo endereço, constante dos cadastros da CVM.

50. Desse modo, nenhuma das alegações trazidas pelos Acusados compromete a constatação, atestada *in loco* pela equipe de fiscalização externa da CVM, de que, à época das questões aqui apuradas, Cabedal não atendia aos requisitos de segregação física de atividades impostos pelo art. 15, inciso I, da Instrução CVM nº 306/1999.

51. Ademais, como aponta a Acusação, a Inspeção também constatou inexistir qualquer espécie de controle de acesso aos arquivos físicos ou eletrônicos utilizados por Cabedal que protegessem as informações relacionadas aos cotistas e às operações dos fundos de investimento sob sua administração⁴⁴. Os computadores utilizados não eram protegidos por senha e não havia qualquer registro acerca de seus usuários, ao arrepio do previsto no Código de Conduta apresentado por Cabedal à CVM em seu processo de credenciamento como administradora de carteiras de valores mobiliários⁴⁵.

52. Pelas razões expostas, também quanto a esse ponto, não prosperam as alegações de Cabedal no sentido de que as suas futuras instalações disporiam de melhor tecnologia e de

⁴³ Doc. SEI 0332203.

⁴⁴ Doc. SEI 0331213 (itens 51 a 54).

⁴⁵ Segundo o documento, o “*acesso a informações confidenciais e sigilosas será restrito e poderá ser diferenciado conforme os níveis hierárquicos e as funções desempenhadas pelos Colaboradores da Sociedade a critério do Comitê de Compliance. O controle de acesso a tais informações será realizado por meio das senhas pessoais dos Colaboradores, que, a critério do Comitê de Compliance, poderão respeitar uma ordem de graduação com diferentes níveis de acessibilidade a arquivos, pastas e diretórios da rede corporativa.*” (Doc. SEI 0332042, fl. 86).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

modernos sistemas de controle e informação. O que os autos devidamente comprovam é que, quando das questões aqui apuradas, a sociedade não adotava procedimentos operacionais destinados à preservação de informações confidenciais, em violação ao inciso IV do art. 15 da Instrução CVM nº 306/1999.

53. No tocante à preservação de informações confidenciais pelos administradores, colaboradores e funcionários, Cabedal não apresentou à Inspeção os respectivos termos de adesão ao Código de Conduta, por meio dos quais seus colaboradores deveriam assumir, dentre outras, a obrigação de preservar informações confidenciais. Cabedal alegou que tais documentos estariam localizados, fisicamente, em suas antigas instalações. A ausência de acesso a esses documentos no local em que desenvolvia suas atividades revela, a meu ver, na melhor das hipóteses, falta de comprometimento com as medidas impostas aos administradores, para que informações confidenciais fossem preservadas de possível vazamento ou uso indevido, em violação ao inciso II do art. 15 da Instrução CVM nº 306/1999.

54. Dado o conjunto de falhas acima relatado, que indica a ausência de uma estrutura mínima de controles internos, entendo assistir razão à Acusação quando imputa a Cabedal infração ao disposto no art. 14, parágrafo único, da Instrução CVM nº 306/1999, segundo o qual “*o administrador deve garantir, através de mecanismos de controle interno adequados, o permanente atendimento às normas e regulamentações vigentes, referentes às diversas alternativas e modalidades de investimento, à própria atividade de administração de carteira e aos padrões de conduta ética e profissional*”.

55. Acrescente-se, na mesma direção, que, conforme comprovado pela Inspeção, Cabedal, diferentemente do informado em seu processo de credenciamento como administradora de carteiras, não realizava reuniões semestrais de seu Comitê de *Compliance*⁴⁶. Este fato também demonstra a ausência, na sociedade, de um ambiente mínimo de controles internos e de

⁴⁶ Em relação às informações fornecidas à CVM por Cabedal, no contexto de seu processo de credenciamento como administradora de carteira, a Inspeção também apurou divergências entre o declarado pelo analista de sistemas F.S.S., sócio de Cabedal, e as constantes do aludido processo. Em vista disso, a PFE opinou pela pertinência de comunicação ao Ministério Público, em vista da presença de indícios da prática do crime de falsidade ideológica, de ação penal pública, por Sebastião Dutra quando do processo de credenciamento de Cabedal como administradora de carteiras de valores mobiliários junto à CVM (Doc. SEI 0359042). A comunicação foi efetivada em 03.01.2018 (Doc. SEI 0419146).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

asseguração do cumprimento das normas aplicáveis à administração de carteira de valores mobiliários.

56. Em complemento, a Defesa alega que a CVM não poderia afirmar que Cabedal não possuía a estrutura alegada em seu credenciamento como administradora de carteira em 2012, já que deferiu este credenciamento sem apontar qualquer imperícia e negligência nos documentos iniciais apresentados, sem qualquer orientação à sociedade. O argumento carece de embasamento. A obtenção do credenciamento para o exercício de atividade regulada pela Autarquia atrai para o credenciado a obrigação de manter uma estrutura mínima de controles internos que lhe permita atender a legislação e regulamentação aplicáveis.

57. À CVM cabe exercer a fiscalização desse atendimento, pelos meios de que dispõe, entre os quais as inspeções *in loco* nos participantes de mercado e as ações de supervisão periódicas, uma das quais terminou por levar, em 15.01.2018, ao cancelamento da autorização de Cabedal para o exercício da atividade de administração de carteiras de valores mobiliários. Referido cancelamento se deu, entre outros motivos, por Cabedal não ter evidenciado a existência de recursos humanos e computacionais suficientes e adequados para o exercício dessa atividade⁴⁷.

58. Aponto que a Instrução CVM nº 306/1999 (assim como a Instrução CVM nº 558/2015) dispõe que os controles internos a serem mantidos pelo administrador fiduciário devem ser adequados. Essa opção regulatória indica que instituições de pequeno porte, como Cabedal, não necessariamente precisam implementar um sistema de controles complexo, excessivamente oneroso ou incoerente com o seu estágio de desenvolvimento empresarial. O que se constata no presente Processo, na verdade, refere-se à ausência de um ambiente mínimo de controle que pudesse assegurar a observância da regulamentação vigente⁴⁸. Não pode ser perdido de vista, ademais, que o patrimônio líquido de um dos fundos aqui tratado, o FIM FP1 LP, totalizava à época o valor aproximado de R\$ 1,6 bilhão, um montante expressivo e incompatível com a estrutura verificada no caso em questão.

⁴⁷ Processo SEI nº 19957.005888/2017-52.

⁴⁸ Nessa direção, o voto do Diretor Relator Pablo Renteria, no julgamento do PAS CVM nº RJ2016/6284, julgado em 23.10.2018, quando registrou que “*os controles internos devem ser proporcionais ao volume e à complexidade das atividades de administração de fundos de investimento. No entanto, em qualquer hipótese, há de existir controles internos mínimos, que assegurem a permanente observância da regulamentação vigente. Evidentemente, o tamanho da instituição não pode servir de escusa para o descumprimento das regras estabelecidas pelo órgão regulador para todos os participantes do mercado, independentemente do porte de cada um.*”



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

59. Por todo o exposto, concluo que restou configurada infração, por parte de Cabedal, ao art. 14, parágrafo único; e ao art. 15, incisos I, II e IV, da Instrução CVM nº 306/1999.
60. Pelas mesmas infrações, nos termos do art. 7º, inciso II⁴⁹, da Instrução CVM nº 306/1999, também deve ser responsabilizado Sebastião Dutra, que exercia o cargo de diretor responsável pela atividade de administração de carteira de Cabedal.
61. Com efeito, vários normativos editados pela CVM estabelecem centros de imputação de responsabilidade, atribuindo a um ou mais indivíduos deveres específicos de implantar e supervisionar os procedimentos e controles internos necessários para o cumprimento das normas.
62. Não se trata, por óbvio, de qualquer modalidade de responsabilidade objetiva ou solidária, mas pessoal e subjetiva. Sempre poderá o diretor responsável elidir a sua responsabilização, caso demonstre ter adotado procedimentos razoáveis destinados a evitar a ocorrência das irregularidades identificadas⁵⁰.
63. No caso em apreço, as infrações aqui apuradas referem-se à ausência de estrutura organizacional, procedimentos e controles internos de Cabedal, dizendo respeito à própria forma como a sociedade estava organizada para o adequado desempenho da atividade a que se propôs. A responsabilidade pelas infrações é, portanto, também de Sebastião Dutra, que ocupava o cargo de diretor responsável e, nessa qualidade, deveria zelar pela implementação e manutenção da estrutura de segregação de atividades e de controles internos, bem como pelo cumprimento das normas aplicáveis.
64. Não há, nos autos, qualquer elemento que indique ter ele diligenciado ou promovido esforços para que a regulamentação fosse cumprida e as deficiências estruturais e de controles internos de Cabedal, devidamente comprovadas no curso do Processo, fossem evitadas ou tratadas em tempo adequado.

⁴⁹ “Art. 7º A autorização para o exercício da atividade de administração de carteira de valores mobiliários somente é concedida à pessoa jurídica domiciliada no País que: (...) II – atribua a responsabilidade pela administração de carteira de valores mobiliários a um diretor, gerente-delegado ou sócio-gerente autorizado a exercer a atividade pela CVM; (...)”

⁵⁰ Nesse sentido, o voto da Diretora Relatora Maria Helena de Santana, no julgamento do PAS CVM RJ2005/8510, julgado em 04.04.2007, quando consignou que “[...] como diretor responsável, pessoa que existe na regulamentação exatamente para assegurar em nome da pessoa jurídica, que evidentemente não tem vontades, que as normas aplicáveis sejam por ela respeitadas, o diretor responsável só poderia ser eximido de culpa no caso em que ficasse demonstrado que ele tomou cuidados e providências para garantir o cumprimento dessas obrigações, que apesar de sua atuação não teriam sido seguidas.”



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

65. Concluo, portanto, pela responsabilização de Sebastião Dutra por infração ao art. 14, parágrafo único; e ao art. 15, incisos I, II e IV, da Instrução CVM nº 306/1999.

Núcleo de Imputação 2 (gestão de liquidez do FIM FP1)

66. A segunda imputação diz respeito à atuação de Cabedal como administradora do FIM FP1, atividade que desempenhou entre 04.05.2015 e 21.06.2016⁵¹. Mais especificamente, apura-se a atuação de Cabedal entre 04.05 e 11.08.2015, quando o FIM FP1 foi fechado para resgate de cotas.

67. Cabedal também atuou, à época, como administradora do FP2 FIP. Os Fundos tinham seu patrimônio líquido concentrado em ativos emitidos por sociedades integrantes do grupo econômico B., que vinha passando por dificuldades financeiras e teve seu registro de companhia aberta suspenso em 25.06.2015 e cancelado em 30.08.2016.

68. Cabedal recebeu de cotista do FIM FP1, em 08.06.2015, um pedido de resgate total de suas cotas⁵². De acordo com o regulamento do Fundo⁵³, **(i)** o resgate das cotas poderia ser solicitado a qualquer momento e pago em 30 (trinta) dias corridos; e **(ii)** para resgates solicitados em prazo inferior a 84 (oitenta e quatro) meses da integralização das cotas, incidiria taxa de saída de 30% (trinta por cento). Apesar de esta última regra se aplicar ao pedido de resgate formulado em 08.06.2015, Cabedal informou ao cotista, em 18.06.2015, que o resgate de suas cotas somente poderia ser realizado em ativos, devido à situação de iliquidez da carteira do FIM FP1⁵⁴⁻⁵⁵.

69. Em 11.08.2015, por meio de comunicado aos cotistas⁵⁶, Cabedal convocou assembleia geral de cotistas para 27.08.2015, informando **(i)** sobre o supracitado pedido de resgate de cotas; **(ii)** que convocou, em 04.08.2015, o comitê de investimentos do Fundo para deliberar sobre o pedido; **(iii)** quanto à falta de respostas do referido comitê; e **(iv)** a decisão de fechamento do

⁵¹ Docs. SEI 0331213 e 0361476 (item 6).

⁵² Doc. SEI 0332472.

⁵³ Doc. SEI 0332461.

⁵⁴ Doc. SEI 0332475.

⁵⁵ Em 30.05.2015, somente cerca de 0,3% (três décimos por cento) do patrimônio líquido do FIM FP1 encontrava-se alocado em ativos líquidos (CDBs e disponibilidades imediatas), estando o restante aplicado em cotas de emissão do FP2 FIP, em debêntures e CCBs ilíquidas (Doc. SEI 0332483).

⁵⁶ Doc. SEI 0332457.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

FIM FP1 para novos resgates, nos termos do art. 16 da então vigente Instrução CVM nº 409/2004⁵⁷.

70. Também foi informado que, nos termos do dispositivo supra, a assembleia deliberaria sobre a “*I – substituição do administrador, do gestor ou de ambos; II – reabertura ou manutenção do fechamento do Fundo para resgate; III – possibilidade do pagamento de resgate em ativos financeiros; IV – cisão do Fundo; e V – liquidação do Fundo*”.

71. Diante desses fatos, a Acusação considerou a situação apresentada como grave, destacando a importância de que sejam honrados os pedidos de resgate formulados por cotistas de fundos de investimento, que, ao neles ingressarem, esperam que as regras e prazos de resgate sejam respeitados. Acrescentou que, no caso em tela, apesar de o cotista ter aceitado pagar a taxa de saída de 30% (trinta por cento) para recebimento do resgate imediato de suas cotas, mesmo assim suas expectativas foram frustradas.

72. A conclusão da Área Técnica consiste em que teria havido, por parte de Cabedal e Sebastião Dutra, infração ao art. 65-B da Instrução CVM nº 409/2004⁵⁸. O dispositivo atribuiu ao administrador de carteira de valores mobiliários a obrigação de adotar políticas, práticas e controles internos para que a liquidez das carteiras dos fundos de investimento fosse compatível com os prazos previstos nos regulamentos dos fundos para pagamento dos pedidos de resgate.

73. A Defesa alega que Cabedal assumiu a administração do Fundo em razão de renúncia do antigo administrador, pouco mais de 3 (três) meses antes do pedido de resgate que motivou o fechamento do FIM FP1. Nesse curto período, não haveria tempo hábil para modificar a situação

⁵⁷ “Art. 16. Em casos excepcionais de iliquidez dos ativos financeiros componentes da carteira do fundo, inclusive em decorrência de pedidos de resgates incompatíveis com a liquidez existente, ou que possam implicar alteração do tratamento tributário do fundo ou do conjunto dos cotistas, em prejuízo destes últimos, o administrador poderá declarar o fechamento do fundo para a realização de resgates, sendo obrigatória a convocação de Assembleia Geral Extraordinária, no prazo máximo de 1 (um) dia, para deliberar, no prazo de 15 (quinze) dias, a contar da data do fechamento para resgate, sobre as seguintes possibilidades: I – substituição do administrador, do gestor ou de ambos; II – reabertura ou manutenção do fechamento do fundo para resgate; III – possibilidade do pagamento de resgate em ativos financeiros; IV – cisão do fundo; e V – liquidação do fundo.”

⁵⁸ Introduzido na Instrução CVM nº 409/2004 pela Instrução CVM nº 522/2012, o dispositivo em comento enuncia: “Art. 65–B. O administrador deve adotar as políticas, práticas e controles internos necessários para que a liquidez da carteira do fundo seja compatível com: I – os prazos previstos no regulamento para pagamento dos pedidos de resgate; e II – o cumprimento das obrigações do fundo.”



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

de iliquidez pré-existente, destacando que o Fundo possuía um passivo de aproximadamente R\$ 13 milhões, relativo a despesas pendentes com taxas de administração e gestão, dentre outras⁵⁹.

74. Aduz que os cotistas do FIM FP1 tinham ciência da preexistente situação de iliquidez e que caberia aos administradores que antecederam Cabedal haver diligenciado para que não transferissem a administração do Fundo naquela situação.

75. Diante desse quadro, tendo havido a solicitação de resgate de 08.06.2015, Cabedal teria informado ao cotista que, devido à iliquidez dos ativos do Fundo, o pagamento do valor de suas cotas somente poderia ser feito em ativos. Na sequência, outro cotista solicitou o resgate de suas cotas, em 06.08.2015⁶⁰, e, em 11.08.2015, ao notar ser insustentável a situação de iliquidez do Fundo, Cabedal diligentemente fechou-o para resgates e convocou assembleia geral de cotistas, conforme determinavam as regras da CVM e o regulamento do FIM FP1.

76. A Defesa também alega que a análise realizada pela Acusação se limitou ao período de 3 (três) meses decorrido entre a assunção, por Cabedal, da administração do FIM FP1 e o fechamento do Fundo para resgates, não tendo avaliado a conduta e os atos praticados por ela posteriormente à data do fechamento.

77. Nesse sentido, elenca alguns atos de administração tomados por Cabedal, que comprovariam uma atuação diligente, como (i) a alienação de CCB integrante da carteira do Fundo e a aplicação dos recursos obtidos⁶¹; e (ii) a assembleia geral realizada em 21.06.2016, na qual os cotistas do FIM FP1 deliberaram por sua liquidação⁶², com a recepção, em contrapartida, de cotas de emissão do FP2 FIP de modo proporcional à sua participação no FIM FP1, eliminando-se, assim, os custos mensais desnecessários do FIM FP1.

78. Por fim, alega que, mesmo após a liquidação do FIM FP1, continuou a empreender esforços para gerar liquidez na carteira do FP2 FIP, tendo conseguido promover a liquidação forçada de CCB e colocar em dia contas e obrigações em atraso, dentre as quais as taxas cobradas pela CVM.

⁵⁹ Doc. SEI 0473055 (fl. 9).

⁶⁰ Não consta dos autos documentos atestando este segundo pedido de resgate.

⁶¹ Docs. SEI 0473026 e 0473032.

⁶² Doc. SEI 0473011.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

79. Passo a decidir. De plano, deve ser destacada a importância da gestão de liquidez na indústria de fundos de investimentos, inclusive sob uma perspectiva de regulação sistêmica⁶³. Trata-se de preocupação verificada ao redor do mundo, pelos mais diversos reguladores e organismos internacionais⁶⁴.

⁶³ “Investors place money in collective investment schemes (CIS) with a view to gaining income, to preserve or to grow their capital, or a combination of these objectives. They also expect to be able to access their investments in accordance with the terms and conditions of the particular CIS they have invested in – often on a daily basis. As a general matter, the right to redeem units/shares is a defining characteristic of open-ended CIS. Good liquidity risk management is therefore a key feature of the correct operation of a CIS. The topic of liquidity has been a key concern in the current global process of regulatory reform, although discussions have tended to focus on the importance of liquidity in banking, rather than other sectors. In the context of liquidity, CIS differ fundamentally from banks in that “maturity transformation”¹ is not an inherent feature of their operation, and the majority of CIS do not engage in such transformation to the extent that banks do. For example, many CIS use investors’ subscriptions to invest in highly liquid large capitalization listed company shares, which can quickly be sold if necessary to provide liquidity for meeting redemption requests from investors in the CIS. Neither does the majority of CIS provide any “promise” or guarantee that investors will get back (at least) the same amount of money as they initially invested. An investor in a CIS is a shareholder; as opposed to a depositor in a bank, who is a creditor. Liquidity crises are therefore less likely to cause systemic confidence problems in CIS than in banking. Nevertheless, a CIS may experience liquidity problems. Liquidity risk management in CIS is a complex area: poor liquidity can arise from many different sources, some of which are outside the control of the entity operating the CIS.” (Principles of Liquidity Risk Management for Collective Investment Schemes - Final Report, disponível em <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD405.pdf>, acesso em 27.07.2021).

⁶⁴ Um dos braços da regulação britânica trouxe as seguintes ponderações sobre o tema: “Investors in funds expect to be able to redeem their investments in line with the commitments made in the fund prospectus – for the vast majority of open-ended funds this means daily dealing. Good liquidity risk management that ensures redemption requests can be met in varied market conditions is a key requirement in our rules relating to the operation of open-ended funds. Managing liquidity has become more challenging for fund managers since the financial crisis. The low interest rate environment has given rise to a widespread search for yield in fixed income securities. This has led to a greater proportion of lower-rated securities, which trade predominantly in over-the-counter (OTC) markets, and tend to offer only limited liquidity, being held in funds that offer frequent, often daily, dealing. We observed some good practice in fund managers reviewing and updating their liquidity management in light of market conditions to ensure that their portfolios can continue to meet redemption obligations and other liabilities, and remain suitable for their specific investor base. (...) Current market conditions make it particularly timely to reassess liquidity management. Our description of the good practices we have observed at leading investment management firms may help firms to improve their own liquidity management. The FCA highlights three areas of focus for firms to evaluate when assessing their liquidity management: (i) Tools, processes and underlying assumptions – these require continuous re-assessment and updating to ensure they remain suitable for market conditions; (ii) Operational preparedness – a high degree of reassurance that tools, particularly extraordinary measures, can be implemented smoothly when required; (iii) Disclosure – clear and full disclosure to fund investors on liquidity risks and the tools available to the fund to manage those risks, such as swing pricing, deferred redemption and suspension.” (<https://www.fca.org.uk/publications/documents/liquidity-management-investment-firms-good-practice>, acesso em 27.07.2021). Em sentido parecido, a evolução da regulamentação norte-americana sobre o assunto foi explicada da seguinte forma: “On October 13, 2016, the U.S. Securities and Exchange Commission (“SEC”) adopted new rules and a new form, as well as amendments to a rule and forms designed to promote effective liquidity risk management for open-end management investment companies (“funds”). The amendments will enhance disclosure regarding fund liquidity and redemption practices and would enhance funds’ management of their liquidity risks, which would strengthen our securities markets and better protect investors. On February 22, 2018 the SEC adopted an interim final rule that revised the compliance date for the provisions of rule 22e-4 related to the classification of funds’ portfolio investments, highly liquid investment minimum, board approval of the liquidity risk management program,



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

80. No caso concreto, entendo ser incontroverso que os problemas de liquidez do FIM FP1 já existiam quando Cabedal assumiu a sua administração, em 04.05.2015. De fato, conforme informações dos autos, em 30.05.2015, somente cerca de 0,3% (três décimos por cento) do patrimônio líquido do Fundo encontrava-se alocado em ativos líquidos⁶⁵.

81. Concordo com a Defesa no sentido de que, em 3 (três) meses, a situação de iliquidez dificilmente poderia ser resolvida, não se podendo exigir do administrador recém investido nas suas atribuições que conseguisse adequar o perfil da carteira do Fundo ao seu regulamento em tão exíguo prazo.

82. Porém, em que pesem esses argumentos, a Acusação não busca a responsabilização dos Acusados por não terem atingido o resultado de resolver a questão de liquidez do Fundo. A imputação, a rigor, repousa no fato de que Cabedal aceitou a função de administrar o FIM FP1 na situação em que ele se encontrava e que, em complemento, não consta dos autos qualquer proposição ou discussão conduzida por Cabedal a qualquer tempo - antes ou depois de assumir a administração do Fundo - acerca de eventual plano de ação destinado a compatibilizar o passivo (condições e prazos de resgate junto aos cotistas) com o ativo do Fundo (liquidez dos investimentos integrantes de sua carteira).

83. Sem qualquer juízo de valor sobre as opções a seguir mencionadas, observo que a Área Técnica elencou algumas alternativas que poderiam ter sido propostas por Cabedal: retirada da opção de resgate com taxa de saída de 30% (trinta por cento); ampliação do prazo de pagamento

Part D of Form N-LIQUID, and the liquidity-related amendments to Form N-PORT by six-months. The interim final rule also provided guidance to assist funds that will not be engaging in full portfolio classification before the revised compliance date and “in-kind” ETFs, which are not required to engage in full portfolio classification, in identifying illiquid investments and thus applying the 15% illiquid investment limit. The new compliance date for these provisions is June 1, 2019, for larger entities (revised from December 1, 2018) and December 1, 2019, for smaller entities (revised from June 1, 2019). On June 28, 2018, the SEC adopted a final rule that requires funds to disclose information about their liquidity risk management program in their reports to shareholders. In addition, the SEC amended Form N-PORT to enhance the liquidity information reported to the Commission. On February 27, 2019, the SEC adopted an interim final rule that modified the submission deadlines for funds filing non-public monthly reports on Form N-PORT. The interim final rule requires funds to maintain the information required by Form N-PORT, including their liquidity classification information, in their records on a monthly basis. The interim final rule requires funds to file all three monthly reports with the Commission no later than 60 days after the end of each fiscal quarter. The interim final rule also amends Form N-LIQUID to provide for a voluntary explanatory notes section. (...) A fundamental feature of open-end funds is that they allow investors to redeem their shares daily. Funds need to maintain sufficiently liquid assets in order to meet shareholder redemptions while also minimizing the impact of those redemptions on the fund’s remaining shareholders.”

(<https://www.sec.gov/divisions/investment/guidance/secg-liquidity.htm>, acesso em 27.07.2021).

⁶⁵ V. Nota 64 supra.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

de resgate de 30 (trinta) dias; transformação do fundo de aberto para fechado; ou, mesmo, liquidação do Fundo.

84. A alteração do regulamento integra esfera de competência da assembleia de cotistas. Nesse sentido, seria esperado do administrador ou de quem se prestasse a desempenhar tal função, nas circunstâncias específicas do caso concreto, uma postura diligente e proativa no sentido de, ao menos, compartilhar com os cotistas a sua avaliação sobre a real situação do Fundo. Poderiam os Acusados, conforme o caso, ter informado algum prazo dentro do qual seria apresentada aos cotistas uma auditoria sobre a carteira do fundo ou algum plano objetivo para que a situação fosse enfrentada, com metas e períodos de checagem, o que também poderia incluir uma sugestão de adequação do regulamento à liquidez presente do Fundo. Nada disso consta dos autos.

85. É importante reiterar que não se impõe aos Acusados qualquer forma de obrigação de resultado com relação à resolução da falta de liquidez. Os prestadores de serviços de um fundo de investimento - por mais essenciais que sejam - não possuem o ônus regulatório e muito menos legal de resolver problemas dessa natureza. A obrigação, na verdade, repousa em ser diligente no desempenho de suas atividades e transparente com os cotistas, envidando os melhores esforços para que as questões identificadas tenham o tratamento adequado.

86. Em outras palavras, a obrigação do administrador fiduciário e de seu diretor responsável é de meio e impõe a tais participantes de mercado o dever de desenvolver as suas atividades de forma ativa, com evidências e inserida em uma governança adequada⁶⁶, em bases razoáveis, o que não foi demonstrado pelos Acusados no caso concreto.

⁶⁶ “Lançando um olhar mais sistemático sobre o conjunto de decisões da CVM sobre o tema, é possível afirmar que a fiscalização entendida como suficiente pelo regulador é aquela que (i) ocorre de maneira ativa; (ii) é rastreável; e (iii) está inserida em uma governança adequada. (...) No lugar de uma avaliação extensiva, mas superficial, interessa que as medidas sejam congruentes com o porte do prestador de serviços e com o universo de fundos administrados. Importa que, na linha do que já se antecipou acima, sejam tomadas medidas compatíveis (como a criação de procedimentos e controles internos) para assegurar que as informações relevantes alcancem os responsáveis por analisá-las, e que o acompanhamento se dê de maneira independente e dinâmica, a partir de metodologia e indicadores próprios. (...) Em síntese: é indiscutível que, em se tratando da averiguação de tudo que toca o exercício do dever de diligência, qualquer julgamento deve levar em consideração as circunstâncias do caso concreto. Essas podem se mostrar ainda mais complexas quando se está tratando de questões envolvendo a existência e o funcionamento de um sistema de gerenciamento de risco. Sem prejuízo, transpondo esses parâmetros básicos delineados acima a partir de precedentes da CVM para a temática da liquidez, vê-se que a expectativa da autarquia se afasta bastante da ideia de simples sobreposição de funções e adquire contornos de obrigação de meio – posição que é absolutamente coerente com o que o Colegiado da CVM vem decidindo para os administradores



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

87. Estas considerações parecem especialmente relevantes no âmbito dos chamados fundos de investimento estressados, nos quais existem ativos e passivos que tenham questões mais sensíveis e apresentem algum tipo de problema, de qualquer natureza. É comum que as instituições em geral, incluindo as mais tradicionais e com maior experiência na indústria (que teriam muito a contribuir em situações especiais dessa natureza), não tenham interesse em assumir a administração fiduciária ou a gestão de fundos com essas características. Seja pelo receio de que sejam confundidas com os prestadores de serviços anteriores ou de que venham a ser chamadas a responder por problemas aos quais não deram causa, são diversas as motivações para essa situação. No jargão de mercado, trata-se do bombeiro que não enfrenta um prédio em chamas porque não quer ser confundido com o incendiário.

88. Entretanto, é preciso reforçar aqui a importância do princípio da segurança jurídica. O mercado de valores mobiliários como um todo, notadamente a indústria de fundos de investimento e seus cotistas, teria muito a ganhar com um maior número de participantes de primeira linha interessados em prestar serviços a fundos estressados. Para tanto, certamente pode ajudar nesse sentido a consolidação do entendimento de que não pode haver qualquer modalidade de responsabilização dos novos prestadores de serviços por situações provocadas por seus antecessores. Contanto que os novos participantes se desincumbam de forma adequada das suas obrigações legais e regulatórias, sempre de meio, não devem tais *players* responder, em qualquer esfera, pelas questões causadas por terceiros. Nesse sentido, é comum que os prestadores de serviços auxiliem os reguladores e autorreguladores a exercerem suas atribuições com maior eficiência e qualidade técnica, compartilhando com tais órgãos e instituições seus apontamentos e resultados de trabalho. Com isso, eventuais atuações sancionadoras, caso necessárias, podem ser direcionadas corretamente e de forma mais assertiva, em benefício de todo o mercado de capitais.

fiduciários com relação a outras espécies de obrigações de cunho fiscalizatório.” (COPOLA, Marina. “Liquidez em fundos de investimento e algumas considerações práticas sobre o gerenciamento desse risco”. In: HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas (org). *Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais V - edição especial: Fundos de Investimento*. Rio de Janeiro: Lumen Iuris, 2021).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

89. Voltando ao caso concreto, o fato é que Cabedal assumiu a posição de administradora fiduciária do FIM FP1, que possuía o relevante patrimônio líquido de R\$1,6 bilhão, sem qualquer ressalva, plano de trabalho ou proposta de adequação da condição de liquidez existente.

90. Ademais, não foi trazido aos autos qualquer documento que comprovasse que, durante os 3 (três) meses que antecederam a decisão de fechamento do Fundo para resgates, Cabedal tivesse praticado algum ato no sentido de enfrentar, mesmo que em termos iniciais, o problema de liquidez que terminou por levar ao fechamento do Fundo.

91. Assim, a meu ver, a referida instituição não demonstrou uma atuação diligente, compatível com as circunstâncias específicas e com a obrigação que possuía de adotar políticas, práticas e controles internos voltadas para o gerenciamento da liquidez do Fundo⁶⁷.

92. Nesse sentido, entendo que Cabedal e, pelas razões já expostas, o seu diretor responsável Sebastião Dutra violaram o art. 65-B da Instrução CVM nº 409/2004, vigente à época dos fatos.

IV. Conclusão e Penalidades

93. Ante o exposto, acolho integralmente as imputações formuladas pela Área Técnica, em face de Cabedal e de Sebastião Dutra, no que se refere ao Núcleo de Imputações 1 (estrutura física e de controles internos) e ao Núcleo de Imputação 2 (gestão de liquidez do FIM FP1).

94. Para fins de dosimetria, observo que Cabedal não tem condenações anteriores pelo Colegiado em processos administrativos sancionadores. Sebastião Dutra, por sua vez, foi condenado pelo CRSFN em 25.04.2007⁶⁸, o que faz com que, embora não possa ser considerado reincidente, não se aplique a atenuante de bons antecedentes, lembrando que as infrações foram cometidas anteriormente à vigência da Instrução CVM nº 607/2019.

95. À época dos fatos apurados no presente Processo, Cabedal se dispôs a exercer a atividade de administração de carteira de valores mobiliários sem possuir o mínimo de estrutura física e de controles internos que lhe permitisse cumprir as regras emanadas do órgão regulador, mesmo se

⁶⁷ Como expôs o Presidente Marcelo Barbosa, em seu voto como Relator do PAS CVM nº RJ2019/1400, em 17.12.2019, “o dever de diligência envolve uma análise eminentemente procedimental que, no caso dos fundos de investimento, traduz-se sobretudo na avaliação da adoção de controles internos adequados para o desempenho das atividades de seus prestadores de serviços. O descumprimento do dever de diligência pressupõe, portanto, a ausência do emprego de meios adequados para impedir a materialização de riscos imputáveis a esses agentes.”

⁶⁸ Apesar de absolvido pelo Colegiado da CVM no âmbito do Inquérito Administrativo CVM nº 35/99, julgado em 09.10.2003, a decisão foi revertida em condenação à pena de multa pecuniária pelo CRSFN no Acórdão 7980/07, julgado em 25.04.2007.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

tratando de uma sociedade de pequeno porte. Com isso, colocou em risco a segurança dos investimentos dos cotistas dos fundos que administrava, entre eles o FIM FP1. A inobservância desses deveres possui alto grau de reprovabilidade, constituindo infração grave, nos termos do art. 117, inciso XIV, da Instrução CVM nº 409/2004.

96. Embora a grave situação de iliquidez apresentada pelo FIM FIP fosse pretérita à administração de Cabedal, cujo enfrentamento se revelou complexo de ser empreendido em um curto período de tempo, deve ser sopesado que o fundo possuía um patrimônio líquido de cerca de R\$ 1,6 bilhão, atraindo, para os Acusados, uma maior responsabilidade **(i)** quanto à adequação da estrutura física e de controles internos da sociedade para assumir a sua administração; e **(ii)** no sentido de diligenciar, como obrigação de meio, para que a condição mencionada de iliquidez fosse enfrentada de alguma forma.

97. Nenhuma de tais providências, pelo que consta nos autos, foi tentada pelos Acusados. Dessa forma, em atenção aos princípios da proporcionalidade e da razoabilidade, em linha com a jurisprudência do Colegiado da CVM⁶⁹, ressalvadas as particularidades de cada caso, com fundamento no art. 11, inciso II, da Lei nº 6.385/1976, voto pelas condenações de:

- (i) Cabedal Investimentos e Commodities Ltda.**, na qualidade de pessoa jurídica autorizada a exercer a atividade de administração de carteiras de valores mobiliários, **(a)** à penalidade de multa pecuniária no valor de R\$ 300.000,00 (trezentos mil reais) por ter infringido o art. 14, parágrafo único; e o art. 15, I, II e IV da Instrução CVM nº 306/1999; e **(b)** à penalidade de multa pecuniária no valor de R\$ 50.000,00 (cinquenta mil reais), pela infração ao art. 65-B da Instrução CVM nº 409/2004.
- (ii) Sebastião Carlos da Silva Dutra**, na qualidade de diretor responsável pela administração de carteiras de valores mobiliários, **(a)** à penalidade de multa pecuniária no valor de R\$ 150.000,00 (cento e cinquenta mil reais) por ter infringido o art. 14, parágrafo único e o art. 15, I, II e IV da Instrução CVM nº 306/1999; e **(b)** à penalidade de multa pecuniária

⁶⁹ Alguns exemplos: **(i)** PAS CVM nº RJ2010/13301, julgado em 23.10.2012, Diretora Relatora Luciana Dias; **(ii)** PAS CVM nº 01/2010, julgado em 09.07.2013, Diretor Relator Roberto Tadeu; **(iii)** PAS CVM nº RJ2012/12201, julgado em 04.08.2015, Diretora Relatora Luciana Dias; e **(iv)** PAS CVM nº RJ2016/6284, julgado em 23.10.2018, Diretor Relator Pablo Rentería.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

no valor de R\$ 25.000,00 (vinte e cinco mil reais), pela infração ao art. 65-B da Instrução CVM nº 409/2004.

98. Por fim, proponho que o resultado deste julgamento seja comunicado ao Ministério Público Federal no Estado do Rio de Janeiro, em complemento ao Ofício nº 002/2018/CVM/SGE, de 03.01.2018⁷⁰.

É como voto.

Rio de Janeiro, 27 de julho de 2021.

Alexandre Costa Rangel

Diretor Relator

⁷⁰ Doc. SEI 0419146.