



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/SP – CEP 01333-010 – Brasil – Tel: (11) 2146-2000

SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP 70712-900 – Brasil – Tel: (61) 3327-2030/2031

www.cvm.gov.br

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 19957.005213/2021-90

Reg. Col. 2656/22

Acusados: Massa Falida da Gradual Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários S/A; Fernanda Ferraz Braga de Lima de Freitas; Fornax Consultoria Empresarial S.A.; Fábio Antonio Garcez Barbosa

Assunto: Apurar infrações à Instrução CVM nº 555/2014 no contexto de fechamento do Fundo de Investimento Multimercado Sculptor Crédito Privado para aplicações e resgates.

Relatora: Diretora Marina Copola

Voto: Diretor Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo

MANIFESTAÇÃO DE VOTO

1. Sem prejuízo de minha concordância com a solução dada ao caso pela ilustre Relatora, apresento esta manifestação de voto para registrar algumas reflexões sobre a complexa temática da responsabilidade dos administradores e gestores de fundos de investimento.

2. Como se sabe, os fundos de investimento são classificados como entidades desprovidas de personalidade jurídica¹. Nos termos do *caput* do art. 80, da Resolução CVM nº 175/22, sua existência se materializa por meio da atuação dos prestadores de serviços essenciais e terceiros contratados pelo fundo. No que tange aos prestadores de serviços essenciais, trata-se do administrador e do gestor (assim definidos pelo art. 3º, XXX, da mesma resolução).

3. Inicialmente, a esfera de atribuições relacionadas ao fundo era concentrada na figura do administrador, que assumia o protagonismo na prestação dos serviços a essas entidades. O gestor, por sua vez, era um prestador secundário, cuja contratação não era obrigatória e ficava a critério do administrador.

¹ Nos termos o art. 1.368-C, *caput*, do Código Civil, incluído pela Lei nº 13.874/2019: “O fundo de investimento é uma comunhão de recursos, constituído sob a forma de condomínio de natureza especial, destinado à aplicação em ativos financeiros, bens e direitos de qualquer natureza”.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/SP – CEP 01333-010 – Brasil – Tel: (11) 2146-2000

SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP 70712-900 – Brasil – Tel: (61) 3327-2030/2031

www.cvm.gov.br

4. Com o passar do tempo, essa dinâmica prevista na regulamentação da CVM foi se tornando incompatível com o que ocorria na prática, pois se observava na realidade do mercado uma diferenciação cada vez mais acentuada entre o administrador e o gestor. Nesse sentido, destaca-se a inovação trazida pela (revogada) Instrução CVM nº 409/04, que atribuiu ao administrador a obrigação de contratar – em nome do fundo – o serviço de gestão de carteira, que deixou de ser um encargo do administrador meramente delegável a terceiros². Previsão análoga foi mantida na (revogada) Instrução CVM nº 555/14³.

5. Por sua vez, o art. 1º, § 1º, I e II, da (revogada) Instrução CVM nº 558/15 dispôs que o registro de administrador de carteiras de valores mobiliários podia ser requerido em ambas ou em uma das seguintes categorias: (I) administrador fiduciário; (II) gestor de recursos⁴.

6. Atualmente, a Resolução CVM nº 175/22, marco regulatório dos fundos vigente, estabelece claras distinções entre administrador e gestor, que dividem o protagonismo no âmbito dos fundos de investimento, cada um com suas respectivas atribuições⁵. Nos termos do inciso I do art. 3º, o administrador é definido como a pessoa jurídica autorizada pela CVM para o exercício profissional de administração de carteiras de valores mobiliários, na categoria “administrador fiduciário”, e responsável pela administração do fundo. Por sua vez, o gestor é conceituado pelo inciso XXVII do art. 3º, como a pessoa natural ou jurídica autorizada pela CVM para o exercício de administração de carteiras de valores mobiliários, na categoria “gestor de recursos”, cuja atribuição é realizar a gestão da carteira de ativos⁶.

7. Evidenciados os papéis centrais do administrador e do gestor dos fundos de investimento, cumpre delimitar o nível de responsabilidade que lhes é imposto pelo ordenamento. Inspirando-se

² Nos termos do art. 56, § 1º, I, da Instrução CVM nº 409/04: “Art. 56. A administração do fundo compreende o conjunto de serviços relacionados direta ou indiretamente ao funcionamento e à manutenção do fundo, que podem ser prestados pelo próprio administrador ou por terceiros por ele contratados, por escrito, em nome do fundo. § 1º O administrador poderá contratar, em nome do fundo, com terceiros devidamente habilitados e autorizados, os seguintes serviços, com a exclusão de quaisquer outros não listados: I – a gestão da carteira do fundo; (...)”.

³ O art. 78, § 2º, I, da Instrução CVM nº 555/14, continha redação idêntica à do art. 56, § 1º, I, da Instrução CVM nº 409/04, reproduzida acima.

⁴ Nesse sentido: DI BIASE, Nicholas Furlan. *A Responsabilidade Civil do Administrador e do Gestor por Danos ao Fundo de Investimento*. São Paulo: Quartier Latin, 2023, p. 96-100.

⁵ DI BIASE, Nicholas Furlan. *Ibidem*, p. 111.

⁶ Além disso, a Resolução CVM nº 175/22 contém diversas normas concernentes às respectivas funções, obrigações e responsabilidades imputáveis ao administrador e ao gestor, como por exemplo os arts. 80 a 95 e 104 a 106; os arts. 25 e 26 do Anexo Normativo I (referente aos fundos de investimento financeiros); os arts. 30 a 36 do Anexo Normativo II (referente aos fundos de investimento em direitos creditórios); e os arts. 29 a 32 do Anexo Normativo III (referente aos fundos de investimento imobiliário).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/SP – CEP 01333-010 – Brasil – Tel: (11) 2146-2000

SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP 70712-900 – Brasil – Tel: (61) 3327-2030/2031

www.cvm.gov.br

na disciplina da responsabilidade dos administradores de companhias abertas, vale mencionar a *business judgment rule*. Sob esse parâmetro, confere-se aos administradores certa margem de discricionariedade para a prática dos atos de sua competência, sob a presunção (sempre relativa) de que agiram de boa-fé e no melhor interesse da companhia (ou, para a analogia que aqui se faz, do fundo de investimento). Isso porque, em regra, não cabe ao juiz (ou, neste caso, ao Colegiado desta Autarquia) se imiscuir no mérito dos atos negociais, para cuja execução os administradores detêm maior capacidade técnica⁷.

8. O presente caso, porém, é diferente. Não se trata de adentrar o mérito da prática de atos ou da tomada de decisões pela Administradora e Gestora do Fundo e seus respectivos diretores responsáveis. Como bem apontou a Diretora Relatora, o que se observou no caso concreto foi a ausência de atos e decisões, isto é, a inércia dos prestadores de serviços essenciais quando lhes cabia agir para tutelar os interesses do fundo, ou mesmo a tomada de decisões que contrariavam frontalmente esses interesses⁸.

9. Com efeito, o julgador deve ser parcimonioso ao analisar os atos próprios dos gestores e administradores – afinal, não se deve perder de vista que as atividades concernentes aos fundos de

⁷ Nesse sentido: “Com efeito, o administrador tem uma certa margem de discricionariedade na condução dos negócios da empresa, mas sempre visando à realização dos fins sociais. A avaliação de conveniência e oportunidade na tomada de decisões é própria de quem administra.

Assim, não se mostra conveniente para a sociedade que o administrador seja desestimulado, ou até mesmo inibido, de tomar decisões, ainda que tais decisões envolvam riscos, próprios à atividade empresarial. O receio de questionamentos derivados do insucesso dos seus atos pode tolher a criatividade e a perspectiva de realização de bons negócios para a companhia. Enfraquece a busca de uma administração segura, criativa e eficiente o fato de suas decisões poderem, costumeiramente, ser revistas pelo corpo social e mesmo pelo Poder Judiciário.

A partir dessa constatação, desenvolveu-se no Direito norte-americano, na esteira de decisões dos Tribunais, a denominada *business judgment rule*, justo para evitar que os atos dos administradores sejam usualmente revisados em juízo e que fiquem eles – os administradores – sujeitos à responsabilização.

Aflora, pois, como uma proteção à tomada de decisões dos administradores, restringindo o grau de revisão a posteriori pelo Poder Judiciário. Pauta-se em uma presunção de que o ato praticado foi adequado, fundado na boa-fé, no atendimento ao interesse da companhia e dentro da boa ciência e prática de administração.” (CAMPINHO, Sérgio Murilo Santos. *Curso de Direito Comercial – Sociedade Anônima*. 8. ed. São Paulo: SaraivaJur, 2024, ePUB, p. 316-317).

⁸ Sobre esse particular, a Diretora Relatora argumentamente ressaltou, no § 36 de seu voto: “A falta de ações nesse sentido, a exemplo da venda gradual de ativos ou da manutenção de um nível adequado de caixa, já seria suficiente para caracterizar uma falha na gestão do risco de liquidez por omissão, mas a Gestora foi além: nos meses anteriores ao pagamento do resgate, diante de operações que aumentaram a liquidez da carteira do Fundo, ela ativamente aplicou recursos em ativos ilíquidos, reduzindo-a ainda mais.”

A Diretora Relatora também apontou, no § 52 de seu voto, que houve o “envio frequente de informações inconsistentes sobre a condição de liquidez do Fundo pela Gradual à CVM”, o que “é mais um indício de uma grave falta de diligência da instituição em relação aos seus deveres na gestão de liquidez do Fundo, que deveria ser conduzida em colaboração com o gestor”.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/SP – CEP 01333-010 – Brasil – Tel: (11) 2146-2000

SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP 70712-900 – Brasil – Tel: (61) 3327-2030/2031

www.cvm.gov.br

investimento, pela sua natureza, envolvem elevado grau de risco. Ao mesmo tempo, não se pode admitir a negligência e a prática de atos violadores dos interesses do fundo e seus cotistas, mercedores de proteção pela lei e pelo regulador.

10. Em síntese, com a devida cautela que a complexidade do assunto exige, é dever desta Autarquia julgar a responsabilidade dos administradores e gestores de fundos de investimento, na atividade sancionadora de sua competência, com a finalidade de tutelar os interesses dos cotistas e do mercado de valores mobiliários como um todo.

* * *

11. Ante o exposto, acompanho integralmente o voto proferido pela Diretora Relatora, quanto à sua fundamentação e dispositivo, com os acréscimos contidos nesta manifestação.

Rio de Janeiro, 6 de agosto de 2024.

Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo

Diretor