



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

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

I. INTRODUÇÃO

1. Como descrito no relatório⁴⁰, trata-se de PAS instaurado pela SIN para apurar a responsabilidade da Fornax, da Gradual e de seus respectivos diretores responsáveis por irregularidades relacionadas ao gerenciamento do risco de liquidez do FIM Sculptor.
2. De acordo com a tese acusatória, os acusados teriam deixado de adotar políticas, procedimentos e controles internos necessários para que a liquidez da carteira do FIM Sculptor CP fosse compatível com os prazos previstos em seu regulamento para pagamento dos pedidos de resgate e o cumprimento de suas obrigações, em violação ao art. 91, inciso I e §1º, da Instrução CVM nº 555/2014.
3. Além disso, a Acusação entendeu que a Administradora e sua diretora responsável teriam violado o art. 59, inciso I, da Instrução CVM nº 555/2014, pela apresentação recorrente, no informe diário do Fundo, de informações sobre os ativos líquidos e as saídas de caixa do Fundo que não refletiam a real situação de liquidez do veículo.

⁴⁰ Os termos iniciados em letras maiúsculas que não estiverem aqui definidos têm o significado que lhes é atribuído no relatório deste PAS.



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

www.cvm.gov.br

4. A acusada Fernanda Freitas não apresentou defesa e tampouco manifestação prévia. De todo modo, em sede de processo administrativo sancionador no âmbito da CVM, a revelia não importa em confissão quanto à matéria de fato ou assunção de culpa, nem torna incontroversas as alegações acusatórias, nos termos do art. 28 da Resolução CVM nº 45/2021⁴¹.

II. PRELIMINARES

5. Antes de adentrar o mérito, passo a tratar das questões preliminares verificadas no âmbito deste PAS, que dizem respeito à extinção de punibilidade da Fornax em decorrência de sua liquidação voluntária e às alegações da defesa dos acusados, sobre a nulidade do processo e o regime jurídico da Gradual.

Extinção de punibilidade da Fornax

6. Ao consultar as páginas da Internet da Receita Federal e da JUCESP, constatei que a Fornax foi extinta por liquidação voluntária, o que teve efeito em 25/06/2024.

7. Conforme entendimento consolidado do Colegiado da CVM⁴², com base no princípio constitucional da intransmissibilidade das penas, a dissolução da sociedade pode levar à extinção da punibilidade da pessoa jurídica na esfera sancionadora⁴³, a não ser que reste demonstrado que o processo de liquidação foi realizado de má-fé, de maneira simulada, fraudulenta ou, de qualquer outra forma, exclusivamente a fim de evitar a aplicação de eventuais sanções pela CVM⁴⁴.

⁴¹ Art. 28. A revelia não importa em confissão quanto à matéria de fato e não torna incontroversas as alegações da acusação, podendo o revel intervir em qualquer fase, recebendo o processo no estado em que se encontrar, sem direito à repetição dos atos já praticados.

⁴² PAS CVM nº 19957.009359/2021-12, de minha relatoria, j. em 18/06/2024; PAS CVM nº 19957.009486/2017-27, Dir. Rel. Flavia Perlingeiro, j. em 01/06/2021; PAS CVM nº SP2014/014, Dir. Rel. Pablo Renteria, j. em 12/09/2017; PAS CVM nº SP2012/374, Dir. Rel. Gustavo Borba, j. em 19/07/2016; PAS CVM nº 21/2006, Dir. Rel. Ana Novaes, j. em 07/08/2012; e PAS CVM nº 06/2009, Dir. Rel. Eli Loria, j. em 22/03/2011.

⁴³ Não será esse o caso se a pessoa jurídica for sucedida por outra em seus direitos e obrigações, como, por exemplo, em decorrência de incorporação.

⁴⁴ PAS CVM 19957.009798/2019-01, Dir. Rel. Otto Lobo, 25/04/2023; PAS CVM nº 19957.009486/2017-27, Dir. Rel. Flavia Perlingeiro, j. em 01/06/2021; PAS CVM nº 19957.011140/2018-70, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 09/02/2021; PAS CVM nº SP2014/014, Dir. Rel. Pablo Renteria, j. em 12/09/2017; PAS 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

www.cvm.gov.br

8. Entendo não haver, em concreto, elementos que apontem nessa direção.
9. Por mais que o distrato social da Fornax e a baixa de seu CNPJ tenham ocorrido somente após a instauração deste PAS e a apresentação da defesa, a sociedade não exercia a atividade de administração de carteiras desde outubro de 2018, quando deixou de exercer a gestão do FIM Sculptor CP e seu registro foi cancelado pela SIN⁴⁵, o que apenas é reforçado pelo objeto social que consta do estatuto social que esteve em vigor desde 05/12/2018⁴⁶⁻⁴⁷.
10. Dessa forma, não tendo sido evidenciada má-fé ou fraude em tal ato, com o objetivo de se furtar da ação sancionadora da CVM, impõe-se reconhecer a extinção da punibilidade da Fornax. De qualquer maneira, ao analisar o mérito, tratarei da conduta da sociedade, de modo a analisar a responsabilidade de Fabio Barbosa, que era seu diretor responsável.

Nulidade do processo

11. A defesa de Fábio Barbosa pleiteou a nulidade do presente PAS, alegando ausência de base legal para as supostas condutas ilícitas. Segundo a defesa, as acusações foram descritas de maneira genérica e não foram apresentadas evidências concretas de responsabilização ou de violações a normas específicas da CVM.
12. Lembro que uma das ações listadas como prioritárias na Supervisão Baseada em Risco – SBR da CVM do biênio 2017-2018⁴⁸, período em que ocorreu o fechamento do FIM Sculptor CP, era justamente o evento de risco nº 5, que tratava das “Falhas na gestão do risco de liquidez de Fundos 555”. Inclusive, essa ação de supervisão segue referida até hoje no plano de SBR, o que evidencia a importância que a CVM atribui ao assunto.

nº SP2012/374, Dir. Rel. Gustavo Borba, j. em 19/07/2016; PAS CVM nº 21/2006, Rel. Dir. Ana Novaes, j. em 07/08/2012; PAS CVM nº 06/2009, Rel. Dir. Eli Loria, j. em 22/03/2011.

⁴⁵ Conforme fato relevante divulgado em 01/11/2018 pela gestora do Fundo que sucedeu a Fornax no exercício desta atividade.

⁴⁶ “A Companhia tem por objeto social a prestação de serviços de consultoria, orientação e assistência operacional para a gestão do negócio prestado a empresas e a outras organizações, em matéria de planejamento, organização e gestão”.

⁴⁷ Conforme aprovado em assembleia geral extraordinária da Fornax realizada em 23/10/2018, arquivada na JUCESP junto ao estatuto social correspondente em 05/12/2018, sob o nº 572.943/18-0.

⁴⁸ Documento disponível em <https://www.gov.br/cvm/pt-br/aceso-a-informacao-cvm/acoes-e-programas/plano-de-supervisao-baseada-em-risco>.



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

www.cvm.gov.br

13. Importante frisar que a irregularidade imputada pela acusação não é a do fechamento do fundo para resgate em si. Tampouco poderia ser, já que tal evento se encontra devidamente previsto na Instrução CVM nº 555/2014⁴⁹, e é perfeitamente possível que ocorra sob as condições excepcionais que o justificam e, assim, seja reconhecida a atuação diligente por parte do gestor e do administrador.

14. O fechamento de um fundo de investimento aberto para resgates é um mecanismo extraordinário que deve ser utilizado pelo administrador quando se deparar com questões ligadas à gestão de liquidez do veículo que o impeçam de atender adequadamente aos pedidos de resgate dos cotistas dentro do prazo estabelecido pelo regulamento. Tal medida deve ser utilizada a despeito da política, das práticas e dos controles preventivos mantidos para evitar que isso ocorra.

15. O fechamento do fundo, quando necessário, visa a resguardar um tratamento equitativo a todos os investidores do veículo, de forma a evitar a possibilidade de transferência de riqueza entre eles. Isso ocorre quando o eventual pagamento dos resgates solicitados por alguns cotistas pode colocar em risco o atendimento dos pagamentos futuros devidos aos demais cotistas do fundo. Invariavelmente, tal desequilíbrio se verifica nos cenários em que a liquidez disponível já não atende a todos os pedidos de resgate efetuados, e a alienação de ativos com deságio pode causar perdas ao fundo e, por consequência, aos cotistas remanescentes.

16. Justamente pelo caráter extraordinário de tal medida, é natural que a área técnica da CVM adote medidas de supervisão para avaliar se as diligências adotadas pelos prestadores de serviços dos fundos abertos em relação ao gerenciamento do risco de liquidez foram adequadas, e evitar que o fechamento do fundo se converta, indevidamente, por negligência ou imperícia, numa ferramenta de uso ordinário.

17. Dito de outro modo: a restrição à possibilidade de cotistas resgatarem seus recursos nas condições previstas no regulamento do fundo é uma providência que deve ser tratada com

⁴⁹ Art. 39. No caso de fechamento dos mercados e/ou 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 pode declarar o fechamento do fundo para a realização de resgates.



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

www.cvm.gov.br

a cautela e a parcimônia que essas circunstâncias exigem, e não corresponde, ela própria, a uma ferramenta de gestão de liquidez.

18. Entendo que a SIN apresentou no Termo de Acusação uma análise detalhada, demonstrando com clareza as deficiências na metodologia de gerenciamento de risco de liquidez da Gestora e da Administradora, bem como a falta de diligência de ambos os prestadores de serviço, o que acabou por minar a capacidade do FIM Sculptor CP de reter liquidez suficiente para atender aos pedidos de resgates dos cotistas, que de excepcional, aliás, nada tiveram. Foram esses elementos específicos que embasaram as acusações formuladas no âmbito deste PAS.

19. Diante do exposto, considero improcedente a preliminar suscitada pela defesa do diretor responsável da Gestora.

O regime jurídico da Gradual

20. Além disso, não assiste razão à alegação da Gradual, representada pelo administrador judicial de sua massa falida, de que esta não deveria ser responsabilizada por irregularidades praticadas pela instituição quando ainda estava operacional (antes da decretação do regime falimentar por sentença judicial em 07/06/2019 e da liquidação extrajudicial pelo BCB, a que esteve submetida anteriormente), sob o argumento de que tais regimes jurídicos não se confundiriam com a instituição em funcionamento.

21. Em linha com o entendimento pacífico do Colegiado da CVM⁵⁰, não é possível acolher a extinção de punibilidade em razão do acusado estar em regime especial de liquidação extrajudicial ou de falência. Com efeito, há inclusive previsão específica no art. 11, §15, da Lei nº 6.385/1976⁵¹, que estabelece que a pena de multa permanece como um crédito subordinado da autarquia.

⁵⁰ Nesse sentido, cf.: PAS CVM nº 19957.009663/2017- 75, Dir. Rel. Otto Lobo, j. em 11/07/2023; PAS CVM nº 19957.011140/2018-70, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 09/02/2021; PAS CVM nº RJ2014/12081, Dir. Rel. Henrique Machado, j. 18/06/2019; PAS CVM nº 014/2014, Dir. Rel. Pablo Renteria, j. em 12/09/2017; PAS CVM nº 0374/2012, Dir. Rel. Gustavo Borba, j. em 19/07/2016; e PAS CVM nº 06/2009, Dir. Rel. Eli Loria, j. em 22/03/2011.

⁵¹ Art. 11. [...] §15. Em caso de falência, liquidação extrajudicial ou qualquer outra forma de concurso de credores do apenado, os créditos da Comissão de Valores Mobiliários oriundos da aplicação da penalidade de multa de que trata o inciso II do caput deste artigo serão subordinados.



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

www.cvm.gov.br

22. Por esse motivo, voto pelo não acolhimento da preliminar arguida pela Gradual.

III. MÉRITO

23. Analisadas as preliminares suscitadas pelos acusados, passo a tratar do mérito deste PAS.

III.A. Falhas na gestão de liquidez e o fechamento do Fundo para aplicações e resgates

Irregularidades na atuação da Fornax

24. Tendo em vista que reconheci a extinção de punibilidade da Fornax, discorrerei a seguir sobre as falhas na gestão de liquidez a partir da análise da responsabilidade de seu diretor responsável, Fábio Barbosa.

25. A Acusação sustenta que a principal razão para o fechamento do FIM Sculptor CP para resgates de valores, divulgada por fato relevante em 11/10/2017⁵², teria sido a falta de diligência no gerenciamento do risco de liquidez por parte da Fornax.

26. O caput do art. 91 da Instrução CVM nº 555/2014, ao estabelecer que “o administrador e o gestor devem, conjuntamente, adotar as políticas, procedimentos e controles internos necessários para que a liquidez da carteira do fundo seja compatível”, não deixa dúvidas de que a gestão do risco de liquidez é uma obrigação que concerne tanto ao administrador fiduciário quanto ao gestor, cada um em sua esfera de atuação.

27. Dessa forma, o administrador e o gestor, nos seus respectivos perímetros de responsabilidade, devem assegurar o gerenciamento adequado do risco de liquidez, respeitando os limites e as diretrizes estabelecidos pela regulamentação⁵³. Eles têm a

⁵² Doc. nº 1291699.

⁵³ Nesse sentido, o Presidente João Pedro Nascimento, em PAS de sua relatoria, tratou da obrigação fiduciária dos administradores de carteiras de valores mobiliários sobre a gestão de liquidez em fundos de investimento: “Sobretudo após o advento da crise de 2008, tornou-se imprescindível que os prestadores de serviço implementassem políticas de gerenciamento de risco de liquidez adequadas e eficazes, a fim de cumprir normas editadas com a finalidade de evitar o surgimento de novas crises, sem prejuízo da adoção de medidas de contenção de danos tais como o fechamento dos fundos. A regulamentação da CVM relativa à gestão do risco de liquidez passou a enfatizar a dimensão preventiva das obrigações atribuídas aos prestadores de serviço dos fundos de investimento, não se limitando a prever remédios para lidar com os problemas já materializados. Tal orientação está alinhada às diretrizes de organismos internacionais sobre a temática, que recomendam a avaliação regular e contínua do risco de liquidez dos ativos dos fundos de investimentos. A IOSCO (International



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

www.cvm.gov.br

obrigação de colaborar ativamente entre si para desempenhar essa função da melhor maneira possível, visando ao benefício dos cotistas.

28. Nessa divisão de tarefas entre administrador e gestor, conforme já manifestei em artigo sobre o tema⁵⁴, é responsabilidade do gestor criar mecanismos na forma de políticas, procedimentos e controles internos voltados a assegurar que a inteligência de gestão leve em consideração os aspectos de liquidez enunciados no art. 91, inciso I e §1º, da Instrução CVM nº 555/2014, desde a concepção inicial do fundo até o resgate do último cotista.

29. O gerenciamento de risco de liquidez esperado do gestor é aquele “condizente com a atuação típica de quem está plenamente inserido na linha de frente dos negócios, tomando decisões de investimento em benefício dos fundos geridos”, devendo também o gestor “dispor de mecanismos e governança adequados para identificar eventuais indícios de que a liquidez dos fundos que gere pode estar comprometida e atuar rapidamente na seleção dos ativos, com vistas a corrigir eventuais desvios”⁵⁵.

Organization of Securities Comissions) divulgou, em 26 de abril de 2012, relatório para consulta sobre princípios que devem reger o gerenciamento de risco de liquidez em fundos de investimento. O trabalho foi conduzido pelo Comitê 5 da IOSCO, com contribuição da CVM e da área de Supervisão da ANBIMA na formulação do documento preliminar. O assunto também foi destaque nas alterações das regras de fundos de investimento no Brasil havidas à época da Instrução CVM nº 522/2012, que incluiu a Seção nº IV-B da Instrução CVM nº 409/2004. Segundo o citado Relatório da IOSCO, o gerenciamento de liquidez em fundos, embora não envolva riscos de igual natureza ou dimensão daqueles enfrentados pelos bancos, se justifica, principalmente nos fundos abertos, a partir da necessidade de estas entidades atenderem de maneira apropriada aos respectivos resgates e às obrigações incorridas em geral. Nesse sentido, nos termos do Edital de Audiência Pública SDM nº 06/2011, a CVM indicou que pretendia estimular os participantes de mercado regulados ‘a repensarem se os prazos estabelecidos nos regulamentos são condizentes com as carteiras dos fundos. Essa reflexão tende a levar os administradores a mudar os prazos de resgate ou a adequar suas carteiras aos prazos atualmente previstos nos regulamentos, quando houver algum tipo de descasamento.’ [...] Isso porque [...] a gestão de liquidez de um fundo é tarefa conjunta de seu administrador e seu gestor, uma vez que exige a coordenação entre os controles de passivos, por parte do administrador, e ativos, por parte do gestor.” (PAS CVM nº 19957.005309/2020-77, j. em 10/10/2023).

⁵⁴ Marina Copola, Liquidez em fundos de investimento e algumas considerações práticas sobre o gerenciamento desse risco. In: Felipe Hanszmann; Lucas Hermeto (org.). Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais V - edição especial: Fundos de Investimento. Rio de Janeiro: Lumen Iuris, 2021, p. 357.

⁵⁵ Ibidem, p. 360.



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

www.cvm.gov.br

30. Nesse sentido, no que diz respeito à falta de diligência, destaco trecho do voto do então Presidente da CVM, Marcelo Barbosa, no PAS CVM nº RJ2019/1400, julgado em 17/12/2019, no qual expôs que:

“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”.

31. Esse também foi o entendimento da Diretora Flávia Perlingeiro no PAS CVM nº 2014/1361, julgado em 10/11/2020: “Note-se que a falta de diligência não é baseada no fato que teriam sido tomadas medidas equivocadas ou de que não teriam sido adotadas as melhores providências, mas sim na inércia da gestora diante das circunstâncias dadas”.

32. Dessa forma, fica desde já afastado o argumento da defesa de que a Acusação teria atribuído à Fornax responsabilidades em relação ao gerenciamento do risco de liquidez que caberiam exclusivamente à Administradora.

33. Sobre esse ponto em particular, concordo que gestor e administrador possuem deveres e atribuições distintos para fins de gestão de liquidez, coerentes com as funções exercidas por cada um no âmbito do fundo. O gestor ocupa-se da tomada de decisões de investimento e sua relação com a gestão da liquidez da carteira do fundo; e o administrador, do acompanhamento dos pedidos de resgate. No entanto, a atuação de ambos deve ser sempre coordenada, o que, salvo em situações muito excepcionais (o que não é o caso aqui), não elide qualquer dos dois prestadores de serviços de responder por falhas na gestão de liquidez do Fundo.

34. De qualquer maneira, ao avaliar o mérito das imputações em face de Fábio Barbosa, é necessário determinar se a Fornax falhou em adotar medidas que, dentro do escopo de suas responsabilidades de gestão, poderiam ter evitado o fechamento do FIM Sculptor CP para resgates em 11/10/2017.



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

www.cvm.gov.br

35. Para embasar essa análise, vale resgatar algumas das principais características do Fundo à época do fechamento:

- i) de acordo com o regulamento vigente à época, o FIM Sculptor CP era um condomínio aberto com prazo indeterminado de duração, que tinha como público-alvo exclusivamente investidores qualificados que fossem regimes próprios de previdência social – RPPS;
- ii) quanto ao pedido e prazo de resgate, o regulamento estabelecia que não havia qualquer prazo de carência e que “a cotização do resgate ocorrerá no 1440º dia corrido subsequente à solicitação do resgate e sua liquidação financeira no primeiro dia útil subsequente ao dia da cotização do resgate”; e
- iii) em 29/09/2017, poucos dias antes do fechamento, o FIM Sculptor CP tinha patrimônio líquido de cerca de R\$228 milhões e 15 cotistas, dos quais 14 eram RPPS de servidores municipais – os cinco maiores cotistas detinham, em conjunto, posição representativa de aproximadamente 84% do patrimônio líquido⁵⁶.

36. Como se vê, tratava-se de um fundo com passivo extremamente concentrado em cinco cotistas, que detinham quase a totalidade do patrimônio. Além disso, o prazo de resgate de cotas de quase quatro anos era bastante longo.

37. Quando questionada sobre as razões que levaram ao fechamento do FIM Sculptor CP, a Gradual informou à SIN que o IPREMU solicitou o resgate de suas cotas em 30/04/2013, com data de liquidação programada para 10/10/2017. No entanto, nesta data, não havia liquidez suficiente para realizar o pagamento, que só pôde ser efetuado em 30/11/2017.

38. Na mesma data, também foi pago o resgate que havia sido solicitado pela Hortoprev em 04/11/2013, o que deveria ter ocorrido em 13/10/2017. Os dois resgates, quando considerados conjuntamente, totalizavam aproximadamente 13,5 milhões, o que representava em torno de 6% do patrimônio do fundo.

39. Ao analisarmos as circunstâncias que levaram ao fechamento do FIM Sculptor CP, resta evidente que tal medida não decorreu de um descasamento excepcional de ativos e

⁵⁶ Doc. nº 1291643, §16.



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

www.cvm.gov.br

passivos, causado por fatores exógenos, que fugiram ao controle do gestor e do administrador. Tal fechamento se deu exclusivamente por conta da falta de um nível mínimo de diligência dos prestadores de serviço do Fundo.

40. Mais especificamente, o Fundo foi fechado após dois cotistas solicitarem o resgate de cotas representando aproximadamente 6% do patrimônio total do fundo, dentro de um prazo de cotização de quatro anos. Tal situação, por si só, não deveria ter comprometido a capacidade de liquidez do Fundo. Por mais que, na prática, a possibilidade de descasamento entre ativos e passivos possa ocorrer em fundos de investimento, a implementação de mecanismos e estratégias básicos de gestão de risco poderiam ter mitigado (para não dizer efetivamente impedido) o ocorrido.

41. Contudo, no presente caso, a análise da conduta da Gestora revela a ausência completa de tais medidas. A Fornax, tendo ciência dos pedidos de resgate de IPREMU e Hortoprev, deveria ter tomado, ao longo dos quase quatro anos para cotização, medidas proativas para garantir que, na data da liquidação, os recursos estariam disponíveis para honrar os resgates.

42. 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.

43. Isto levou à ausência de liquidez em 10/10/2017 para efetuar o pagamento solicitado quatro anos antes, e à necessidade de se adiar a liquidação – evidência clara da falta de planejamento e de estratégias de contingência que são essenciais para a gestão adequada de um fundo de investimento.

44. Portanto, é inquestionável que o fechamento do FIM Sculptor CP para resgates não se deu em função de um descasamento inevitável e extraordinário entre ativos e passivos, mas sim pela falta de diligência na gestão dos recursos do fundo.

45. A defesa de Fábio Barbosa alega que os resgates foram pagos em 30/11/2017, poucos dias depois do fechamento do fundo e que, portanto, teria cumprido com “todas as suas



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

www.cvm.gov.br

responsabilidades e atribuições, inclusive alinhadas com os princípios da IOSCO, utilizando todos os critérios preconizados para a escolha dos ativos que compõem a carteira do Fundo”.

46. No entanto, é crucial destacar que esse pagamento só foi possível devido a um aporte realizado por outro cotista do fundo. Tal fato, longe de mitigar a falha da Gestora, apenas reforça a falta de diligência desta na gestão do fundo, uma vez que o resgate apenas pôde ser honrado, e mesmo assim fora do prazo, por um evento fora de seu controle – isto é, um novo aporte.

47. A necessidade de um aporte externo para cumprir uma obrigação previamente programada reforça a ausência de planejamento adequado, resultado de uma gestão de liquidez deficiente por parte da Gestora, inclusive se, conforme alegado por sua defesa, tal aporte tiver sido ativamente buscado pela Fornax para solucionar a situação de iliquidez. Na verdade, há que se perguntar se, a despeito do atendimento dos resgates dos cotistas, esta saída não é ainda mais imprópria, pois destaca a tentativa da Gestora de “pedalar” o veículo, ocultando sua verdadeira situação.

48. No lugar de implementar uma estratégia mínima de gestão de ativos e passivos ao longo dos quatro anos desde a solicitação de resgate, a Gestora permitiu que a situação de liquidez do fundo se deteriorasse a ponto de depender de uma intervenção externa para evitar um colapso financeiro.

49. Seria esperado de um gestor diligente a adoção de medidas preventivas, como a venda gradual de ativos menos líquidos, a manutenção de reservas adequadas em caixa, e a diversificação dos ativos para garantir a liquidez necessária sem recorrer a soluções emergenciais. A gestão adequada de um fundo de investimento não pode depender de eventos externos incertos; ela deve ser baseada em planejamento e práticas sólidas de gerenciamento de risco.

50. Reforço que a ausência de dano não é um fator determinante na avaliação do cumprimento do dever de diligência, embora possa ser considerada na dosimetria da pena. Mesmo que os cotistas tivessem recebido seus resgates na data correta, a irregularidade decorrente da falta de diligência persistiria. A questão central em análise neste PAS é a falha



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

www.cvm.gov.br

no cumprimento das responsabilidades de gestão, independentemente de haver ou não prejuízo imediato – ou estritamente financeiro – aos cotistas.

51. Tendo isso em vista, a responsabilidade por tais irregularidades deve recair sobre Fábio Barbosa, que, à época dos fatos, era o diretor responsável pela atividade de administração de carteiras de valores mobiliários da Fornax.

52. Como já tive a oportunidade de pontuar⁵⁷, em linha com o entendimento consolidado do Colegiado da CVM, a responsabilização da figura do diretor responsável se dá a partir de uma opção regulatória, por meio da qual tais indivíduos foram destacados como centro de imputação⁵⁸. Vale lembrar que essa estratégia regulatória não se confunde com responsabilidade objetiva ou solidária à da entidade a que o diretor responsável está atrelado. Com efeito, o julgamento da conduta em questão passa sempre pelo exame da adoção ou não de medidas aptas a assegurar a observância da lei e da regulamentação por tal entidade⁵⁹.

53. Quanto a isso, não há nos autos deste PAS indício algum de que Fábio Barbosa tenha promovido quaisquer esforços para assegurar o cumprimento das normas que foram violadas pela Gestora, da qual era diretor responsável, o que chama ainda mais atenção dado o intervalo de tempo durante o qual essas infrações persistiram.

⁵⁷ Cf. PAS CVM nº 19957.004791/2020-28, de minha relatoria, j. em 19/06/2024.

⁵⁸ PAS CVM nº RJ2010/13301, Dir. Rel. Luciana Dias, j. em 23/10/2012: “A construção desses núcleos de imputabilidade é uma estratégia legítima que visa a criar incentivos para que esses executivos construam, dentro das estruturas internas dos prestadores de serviços do mercado de valores mobiliários, redes de cumprimento e fiscalização das normas legais, regulamentares, proveniente da autorregulação ou mesmo as regras da própria instituição”; e PAS CVM nº RJ2010/9129, Dir. Rel. Otavio Yazbek, j. em 09/08/2011: “A lógica de se estabelecer focos de responsabilização – diretores responsáveis por atividades específicas – é a de criar não apenas centros de imputação de responsabilidades, de modo que estas não fiquem sempre diluídas na pessoa jurídica, mas também a de, com isso, criar estímulos para a conduta diligente – ou protetiva – dos administradores designados para aquelas funções”.

⁵⁹ Cf., nesse sentido, o PAS CVM nº RJ2015/12087, Dir. Rel. Pablo Renteria, j. em 24/07/2018: “[...] a responsabilidade do diretor responsável não é objetiva nem solidária ao da sociedade gestora. Ao reverso, afigura-se pessoal e subjetiva, pois o diretor responde apenas nos limites da sua culpa, não sendo passível de punição caso reste demonstrado nos autos que tenha adotado as providências cabíveis para evitar a produção da irregularidade”; e o PAS CVM nº 08/2004, Dir. Rel. Luciana Dias, j. em 06/12/2012: “Essa estratégia, porém, está longe do instituto da responsabilidade objetiva, em que a avaliação da culpa ou do dolo do indivíduo é dispensável. O diretor responsável sempre pode comprovar que promoveu esforços razoáveis para assegurar o cumprimento sistemático da regulação por aquela instituição e seus membros. Se esses mecanismos foram satisfatoriamente implementados e o diretor provou ser diligente, ainda que haja uma falha pontual, não há que se falar em responsabilidade do diretor”. Cf., ainda, a esse respeito, o PAS CVM nº RJ2005/8510, Dir. Rel. Maria Helena Santana, j. em 04/04/2007.



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

www.cvm.gov.br

54. Ante o exposto, entendo ter restado caracterizado o descumprimento de Fábio Barbosa ao art. 91, inciso I e §1º, da Instrução CVM nº 555/2014.

Irregularidades na atuação da Gradual

55. A Acusação entendeu que a Gradual, na qualidade de administrador fiduciário do FIM Sculptor CP, também não teria atuado de maneira diligente no gerenciamento do risco de liquidez.

56. Conforme disposto no art. 91, inciso I, da Instrução CVM nº 555/2014, o gestor e o administrador fiduciário devem atuar em conjunto na gestão da liquidez do fundo, cada um exercendo seu papel específico de acordo com suas responsabilidades. Como já discutido neste voto, cabe ao gestor, responsável pela tomada de decisões de investimento, escolher e monitorar os ativos do fundo ao longo do tempo, garantindo um nível de liquidez adequado para honrar os pagamentos de resgates dos cotistas.

57. Qual seria, então, a responsabilidade do administrador fiduciário pelo gerenciamento de risco de liquidez? As normas e os precedentes da CVM vêm há muito tempo destacando sua função fiscalizatória – e, com efeito, é seu dever supervisionar a gestão de riscos implementada pelo gestor, sobretudo à luz do perfil e das movimentações observadas no passivo dos fundos. Naturalmente, esse dever de supervisão não implica a necessidade de testar ou replicar todos os procedimentos adotados pelo gestor, mas inclui, dentre outras medidas, a criação de mecanismos apropriados para assegurar a troca de informações com o gestor.

58. Apesar de ser um indício de possível falha na supervisão do administrador, irregularidades cometidas pelo gestor ou por outro prestador de serviço do fundo não são suficientes, por si só, para afirmar que houve falta de diligência. No caso da gestão de liquidez, espera-se que o administrador tome:

“medidas compatíveis (como criação de procedimentos e controles internos) para assegurar que as informações relevantes alcancem os responsáveis por analisá-las,



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

www.cvm.gov.br

e que o acompanhamento se dê de maneira independente e dinâmica, a partir de metodologia e indicadores próprios”⁶⁰.

59. Em suas interações com a área técnica durante a fase de investigação, a Gradual não apresentou qualquer evidência de que teria tomado as medidas proativas esperadas de um administrador diligente em relação à gestão de liquidez do FIM Sculptor CP.

60. Ao contrário: como bem apontado pela Acusação, a partir de maio de 2017 houve uma diminuição significativa nos ativos líquidos da carteira do fundo, sem que a Gradual tenha sequer questionado a Gestora sobre a redução da liquidez do fundo, e a impossibilidade iminente de pagamento dos pedidos de resgates. Resgates esses, vale lembrar, que foram solicitados diretamente a ela, quatro anos antes.

61. O próprio envio frequente de informações inconsistentes sobre a condição de liquidez do Fundo pela Gradual à CVM, sobre o qual discorro a seguir, 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.

62. Em linha com o que expus acerca da responsabilidade do diretor responsável da Fornax, uma vez que não há nos autos deste PAS indícios de que Fernanda Freitas tenha promovido quaisquer esforços para assegurar o cumprimento de tais deveres pela Administradora, de que ela era diretora responsável, ela também deve ser responsabilizada por essa irregularidade.

63. Em conclusão, entendo ter restado comprovado que a Gradual, na qualidade de administradora fiduciária do FIM Sculptor CP, e Fernanda Freitas, sua diretora responsável, descumpriram o previsto no art. 91, inciso I e §1º, da Instrução CVM nº 555/2014.

III.B. Prestação de informações incorretas no informe diário do Fundo

64. A Acusação também considerou que a Gradual enviou informações incorretas à CVM, ao indicar nos informes diários do Fundo que os saldos diários de ativos líquidos

⁶⁰ Marina Copola, Liquidez em fundos de investimento e algumas considerações práticas sobre o gerenciamento desse risco. In: Felipe Hanszmann, Lucas Hermeto (org.). Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais V - edição especial: Fundos de Investimento. Rio de Janeiro: Lumen Iuris, 2021. pp. 345-375.



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

www.cvm.gov.br

correspondiam a mais de 90% do valor do seu patrimônio líquido e que as saídas de caixa eram nulas, mesmo com cotistas tendo solicitado resgates desde 30/10/2013.

65. Quando questionada sobre o problema de liquidez do fundo não estar refletido no informe diário referente à data de fechamento do fundo para resgate, em 11/10/2017, a Gradual respondeu de forma lacônica que o valor correto a ser informado era R\$614.733,82, mas que, erroneamente, foi divulgado o valor de R\$ 211.082.308,07. É importante destacar que, em sua resposta, a Gradual não forneceu qualquer justificativa que explicasse a razão do erro, limitando-se apenas a reconhecer o envio incorreto da informação.

66. E esse erro informacional perdurou por um longo período, de 01/08/2017 a 05/01/2018, não sendo, portanto, um erro pontual ou isolado, ou, tampouco, sem grandes repercussões. A ausência destes controles parecia ser a regra.

67. Embora o art. 59, inciso I, da Instrução CVM nº 555/2014, utilizado pela Acusação para imputar a irregularidade, trate objetivamente da obrigação do administrador fiduciário de encaminhar à CVM o informe diário em até um dia útil, entendo que este dispositivo tutela não apenas a tempestividade da disponibilização da informação, mas também a sua correição.

68. Para além disso, como já manifestado pelo Diretor Gustavo Gonzalez, mesmo que essa irregularidade fosse considerada reflexo de falhas na gestão de liquidez exigida pelo art. 91 da então vigente Instrução CVM nº 555/2014, “o bem jurídico tutelado pelo artigo 59, I, da Instrução CVM nº 555/2014 é outro: a qualidade da informação, não se podendo, portanto, falar em consunção”⁶¹.

69. Os administradores de fundos de investimento têm um dever fiduciário de agir com diligência, lealdade e transparência na gestão dos recursos dos cotistas. Fornecer informações erradas à CVM, sem apresentar justificativa plausível para tanto, e por tanto tempo, representa uma violação desse dever, comprometendo a confiança dos investidores e a integridade do mercado. No caso concreto, esse descumprimento reiterado evidencia que a Administradora tratava de forma inadequada informações críticas para a gestão de liquidez.

⁶¹ PAS CVM nº 19957.011140/2018-70, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 10/11/2020.



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

www.cvm.gov.br

70. No mais, conforme bem apontado pela Acusação, o envio de informações erradas compromete significativamente a supervisão ativa da CVM sobre os fundos de investimento. As informações devem ser verdadeiras, completas e consistentes para que a área técnica possa identificar riscos e adotar medidas regulatórias apropriadas para mitigá-los. Não há dúvidas de que informações incorretas podem atrasar ou prejudicar intervenções necessárias, aumentando o risco de prejuízos para os investidores e comprometendo a eficácia da supervisão regulatória.

71. Novamente, considerando não haver indícios de que Fernanda Freitas, na qualidade de diretora responsável de administração de carteiras da Gradual, tenha promovido qualquer medida para assegurar o correto envio de tais informações, ela deve ser responsabilizada por essa infração.

72. Dessa forma, entendo que a Gradual e Fernanda Freitas também descumpriram o disposto no art. 59, inciso I, da Instrução CVM nº 555/2014.

IV. CONCLUSÃO E PENALIDADES

73. De um lado, a infração ao art. 91, inciso I e §1º, da Instrução CVM nº 555/2014 ocorreu antes da entrada em vigor da Lei nº 13.506/2017, que alterou a Lei nº 6.385/1976. Por essa razão, as penalidades correspondentes a serem aplicadas observarão o disposto na legislação então vigente, em linha com o art. 116, parágrafo único, da Resolução CVM nº 45/2022⁶².

74. De outro, a infração ao art. 59, inciso I, da Instrução CVM nº 555/2014 teve fim somente após a entrada em vigor da Lei nº 13.506/2017. Dessa forma, aplica-se a esta infração os parâmetros previstos na referida lei.

75. De qualquer maneira, na fixação de penalidades por esta CVM, o Colegiado deve atentar para os princípios da proporcionalidade e da razoabilidade, assim como os motivos que justifiquem sua imposição. Em cada caso, cabe, portanto, avaliar a gravidade do ilícito e

⁶² Art. 116. [...]. Parágrafo único. O valor máximo da pena de que trata o art. 61, I, e o valor máximo da pena-base pecuniária, de que trata o Anexo A, assim como os procedimentos de que tratam os arts. 62, 63, 65, 66 e 67 desta Resolução, não são aplicáveis às infrações praticadas antes da entrada em vigor da Lei nº 13.506, de 13 de novembro de 2017, que permanecem sujeitas ao limite de pena pecuniária então vigente.



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

www.cvm.gov.br

as condutas, observadas eventuais circunstâncias agravantes ou atenuantes, à luz da legislação de regência da matéria.

76. Observo que nos termos do art. 141, inciso XIII, da Instrução CVM nº 555/2014, o descumprimento ao art. 91 da mesma Instrução é considerado infração grave⁶³.

77. Com base nas circunstâncias do caso concreto, para a infração ao art. 59, inciso I, da Instrução CVM nº 555/2014, fixo as penas-base de R\$250.000,00 para a Gradual e R\$125.000,00 para Fernanda Freitas, sobre as quais incidirá, no percentual de 15%, a agravante de prática sistemática ou reiterada da conduta, nos termos do art. 65, inciso I, da Resolução CVM nº 45/2021⁶⁴.

78. Considero também que a Gradual e Fernanda Freitas não gozam de bons antecedentes⁶⁵, tendo sido condenadas no âmbito do PAS CVM nº 19957.011140/2018-70, julgado em 09/02/2021, pelas mesmas irregularidades aqui analisadas.

79. Diante do exposto, com base nas circunstâncias do caso concreto, à luz dos princípios da razoabilidade e da proporcionalidade, em linha com precedentes do Colegiado⁶⁶ e com fundamento no art. 11, inciso II, da Lei nº 6.385/1976, voto por:

- i) **reconhecer a extinção de punibilidade da Fornax** em razão da dissolução da sociedade;
- ii) condenar **Fábio Barbosa**, diretor responsável pela administração de carteira de valores mobiliários da Fornax, à penalidade de **multa pecuniária** no valor de **R\$200.000,00**, por infração ao art. 91, inciso I e §1º, da Instrução CVM nº 555/2014;

⁶³ Art. 141. Considera-se infração grave, para efeito do disposto no art. 11, § 3º, da Lei n.º 6.385, de 7 de dezembro de 1976, as seguintes condutas em desacordo com as disposições desta Instrução: [...] XIII – não observância, pelo administrador ou pelo gestor, do disposto nos arts. 82, 89, 91 e 92.

⁶⁴ Art. 65. São circunstâncias agravantes, quando não constituem ou qualificam a infração: [...] I – a prática sistemática ou reiterada da conduta irregular; [...].

⁶⁵ Nesse sentido, a Gradual e Fernanda Freitas foram condenadas no PAS 19957.008816/2018-48, j. em 28/02/2023; PAS 19957.011140/2018-70, j. em 09/02/2021; PAS 19957.009366/2017-20, j. em 12/04/2022; PAS 19957.007430/2019-08, j. em 22/12/2022.

⁶⁶ Por exemplo, confira-se: (i) PAS CVM 19957.005309/2020-77, Rel. Pres. João Nascimento, j. em 10/10/2023; (ii) PAS CVM nº RJ2017/4199, Dir. Rel. Alexandre Rangel, j. em 27/07/2021; (iii) PAS CVM nº 19957.011140/2018-70, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 09/02/2021; e (iv) PAS CVM nº RJ2016/6284, Dir. Rel. Pablo Renteria, j. em 23/10/2018.



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

www.cvm.gov.br

- iii) condenar a **Gradual**, na qualidade de administrador fiduciário do FIM Sculptor CP, e **Fernanda Freitas**, sua diretora responsável pela administração de carteira de valores mobiliários, à penalidade de **multa pecuniária** individual no valor de **R\$500.000,00 e R\$250.000,00**, respectivamente, por infração ao art. 91, inciso I e §1º, da Instrução CVM nº 555/2014; e
- iv) condenar a **Gradual**, na qualidade de administrador fiduciário do FIM Sculptor CP, e **Fernanda Freitas**, sua diretora responsável pela administração de carteira de valores mobiliários, à penalidade de **multa pecuniária** nos valores de **R\$287.500,00 e R\$143.750,00**, respectivamente, por infração ao art. 59, inciso I, da Instrução CVM nº 555/2014.

É como voto.

Rio de Janeiro, 6 de agosto de 2024.

Marina Copola

Diretora Relatora