PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 19957.001432/2026-12

Reg. Col. 3590/26

Acusado: GBMF Portfolio Solutions Ltda.

Assunto: Apurar responsabilidade pelo envio intempestivo da comunicação prevista no art. 12 da Resolução CVM nº 44/2021, relativa à aquisição de participação acionária relevante

Relatora: Diretora Marina Copola

VOTO

I. INTRODUÇÃO

1. Como descrito no Relatório[1], trata-se de PAS instaurado pela SEP para apurar eventual responsabilidade da GBMF, na qualidade de gestora do Fundo Vera Cruz, pelo descumprimento do art. 12, §4º, da Resolução CVM nº 44/2021. Em síntese, a acusação decorre da aquisição, pelo Fundo, em 05/08/2025, de participação correspondente a aproximadamente 5,14% das ações ordinárias de emissão da Usiminas, sem que a correspondente comunicação à Companhia fosse realizada imediatamente após o atingimento do patamar previsto na regulamentação.

2. Em linha com o que foi apurado pela SEP, embora o comunicado destinado ao atendimento da referida obrigação tenha sido elaborado e assinado pela Gestora em 07/08/2025, seu encaminhamento à Usiminas somente ocorreu em 08/09/2025, após os questionamentos encaminhados pela SEP. Para a Acusação, a omissão no cumprimento desse dever seria imputável à GBMF, responsável pela gestão discricionária da carteira do Fundo.

3. Antes de adentrar o mérito deste PAS, trato da questão preliminar suscitada pela acusada.

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

II. PRELIMINAR

Ausência de manifestação prévia

4. A meu ver, não assiste razão à GBMF quanto ao suposto descumprimento do art. 5º da Resolução CVM nº 45/2021.

5. Ao contrário do que alega a defesa, o Ofício nº 302/2025/CVM/SEP/GEA-4 não se limitou a formular pedido genérico de informações acerca da operação envolvendo as ações da Usiminas. No referido expediente, a SEP descreveu os fatos então apurados, registrando que o fundo Vera Cruz havia adquirido, em 05/08/2025, participação correspondente a 5,14% das ações ordinárias de emissão da Usiminas sem que tivesse sido encaminhada à Companhia a comunicação prevista no art. 12 da Resolução CVM nº 44/2021. O Ofício também reproduziu a manifestação da Reag Trust no sentido de que a responsabilidade pelo envio da comunicação caberia à GBMF, por ser a instituição responsável pelas decisões de investimento do Fundo, e, ao final, solicitou expressamente que a Gestora se manifestasse sobre os fatos narrados. Trata-se precisamente dos fatos que vieram a fundamentar a acusação formulada neste PAS.

6. Em resposta ao Ofício[2], a própria GBMF esclareceu que o comunicado relativo à aquisição havia sido elaborado e assinado pela Gestora em 07/08/2025, mas que, por uma questão operacional, seu envio à Usiminas não havia sido efetivado. Acrescentou, ainda, que a comunicação fora posteriormente encaminhada e divulgada ao mercado.

7. Diante de tais fatos, entendo que restou cumprido o art. 5º da Resolução CVM nº 45/2021. Nos termos do §1º, inciso II, do referido dispositivo[3], exige-se que, previamente à

[2] Doc. nº 2583573, pp. 123-124.

[3] Art. 5º Previamente à formulação da acusação, as superintendências devem diligenciar no sentido de obter diretamente do investigado esclarecimentos sobre os fatos sob investigação, utilizando para isso os meios de comunicação oficiais, conforme o disposto no § 1º. § 1º Considera-se atendido o disposto no caput sempre que o investigado: I – tenha prestado depoimento pessoal ou se manifestado voluntariamente acerca dos fatos sob investigação; ou II – tenha sido oficiado para prestar esclarecimentos sobre os fatos sob investigação, ainda que não o faça, por meio: a) do endereço eletrônico constante na base cadastral da CVM quando se tratar de participante do mercado de valores mobiliários com cadastro na CVM, nos termos da norma que dispõe sobre o cadastro de participantes do mercado de valores mobiliários na CVM; e b) nos demais casos, de quaisquer endereços eletrônicos de contato que tenham se mostrado efetivos ou do endereço eletrônico constante na base de dados da Secretaria Especial da Receita Federal do Brasil.

formulação da acusação, a área técnica diligencie para obter do investigado esclarecimentos sobre os fatos sob investigação, mas não condiciona o atendimento dessa providência à indicação expressa, no ofício encaminhado ao investigado, de que se trata de manifestação prévia prevista naquele dispositivo.

8. Além disso, a manifestação prévia prevista no art. 5º da Resolução CVM nº 45/2021 se insere na fase pré-sancionadora da atuação desta autarquia e tem por finalidade fornecer à área técnica esclarecimentos e subsídios para a adequada apuração dos fatos, que podem ou não resultar na formulação de acusação. Conforme entendimento consolidado pelo Colegiado, essa providência não se confunde com o exercício do direito de defesa no âmbito do processo administrativo sancionador, que somente se instaura com a lavratura do termo de acusação e a posterior citação do acusado[4].

9. É precisamente essa distinção que hoje se encontra expressamente consagrada no §2º do art. 5º da Resolução CVM nº 45/2021, já vigente à época do encaminhamento do Ofício nº 302/2025/CVM/SEP/GEA-4 à GBMF. O dispositivo estabelece, de maneira clara, que "[a] diligência das superintendências para obtenção de manifestação prévia do investigado sobre os fatos constitui providência administrativa voltada à eficiência processual, **e não se confunde com a citação para exercício do direito ao contraditório e da ampla defesa**, nos termos do disposto nos arts. 29 e 30"[5] (grifos meus).

10. Também não altera essa conclusão a alegação de que o parecer da PFE-CVM, embora tenha concluído pelo atendimento ao art. 5º, teria concentrado sua análise nos requisitos previstos no art. 6º da Resolução CVM nº 45/2021. Independentemente do alcance daquela manifestação, os elementos constantes dos autos demonstram que a acusada foi diretamente instada a prestar esclarecimentos sobre os fatos que posteriormente fundamentaram a

[4] Nesse sentido: (i) PAS CVM nº 19957.001231/2021-01, de minha relatoria, j. em 20/06/2024; (ii) PAS CVM nº 19957.006644/2020-92, Dir. Rel. Daniel Maeda, j. em 30/04/2024; e (iii) PAS CVM nº 19957.006032/2021-81, Rel. Pres. João Pedro Nascimento, j. em 11/07/2023.

[5] Na prática, a referida previsão incorporou à Resolução CVM nº 45/2021 entendimento já consolidado pelo Colegiado. Com efeito, ainda à luz do art. 11 da Deliberação CVM nº 538/2008, reconhecia-se que as diligências realizadas nessa etapa se destinavam a subsidiar a apuração dos fatos e a eventual formulação de acusações mais bem fundamentadas, sem configurar direito subjetivo do investigado a uma etapa autônoma de defesa prévia. Nesse sentido, o Colegiado já havia consignado que "[n]em sequer a completa falta de manifestação prévia do investigado macularia o processo, uma vez que o art. 11 da Deliberação CVM nº 538/2008 não confere direito subjetivo aos investigados nem pode ser confundido com previsão de uma defesa prévia" (PAS CVM nº 19957.006019/2018-26, Rel. Pres. Marcelo Barbosa, j. em 01/10/2019).

imputação e efetivamente apresentou resposta antes da formulação da acusação. Não há, assim, fundamento para a alegação de que teria ocorrido "supressão da instância processual", nem se identifica qualquer lesão ao direito constitucional da Acusada ao contraditório e à ampla defesa, sobretudo pois a GBMF foi regularmente citada após a instauração deste PAS[6] e apresentou tempestivamente suas razões de defesa.

11. Diante do exposto, rejeito a preliminar de nulidade por ausência de manifestação prévia.

III. MÉRITO

12. Examinada a preliminar suscitada pela acusada, passo a tratar do mérito deste PAS.

13. Em síntese, a análise do mérito será desenvolvida em três etapas. Primeiro, apresentarei algumas considerações sobre a finalidade, o alcance e a forma de cumprimento do dever previsto no art. 12 da Resolução CVM nº 44/2021, para, a partir dessas premissas, examinar se a aquisição realizada pelo Vera Cruz fez surgir a obrigação de comunicação e se ela foi cumprida tempestivamente, nos termos do §4º do referido dispositivo. Em seguida, avaliarei a alegação da acusada de que, ainda que configurado o descumprimento da norma, as circunstâncias do caso concreto não justificariam a adoção de resposta sancionadora por parte desta autarquia. Por fim, examinarei se a infração ora analisada pode ser imputada à GBMF, consideradas as atribuições dos diferentes prestadores de serviços do Fundo.

O dever de comunicação previsto no art. 12 da Resolução CVM nº 44/2021 e o seu cumprimento no caso concreto

14. Entre as normas que estruturam o regime informacional do mercado de valores mobiliários brasileiro, o art. 12 da Resolução CVM nº 44/2021 desempenha função específica, sendo destinado a assegurar ao mercado acesso tempestivo a informações adequadas sobre a formação, a concentração e a modificação de participações acionárias relevantes. Ao exigir a divulgação dessas alterações, o referido dispositivo permite que investidores e demais participantes do mercado conheçam mudanças relevantes na composição acionária das

[6] Doc. nº 2608567.

companhias abertas e avaliem seus possíveis efeitos sobre a estrutura societária e sobre a negociação dos valores mobiliários de sua emissão.

15. Como já reconhecido por este Colegiado, a finalidade informacional do art. 12 pode se manifestar, conforme o caso, em duas dimensões complementares[7]. De um lado, a norma permite ao mercado acompanhar a distribuição dos direitos políticos e patrimoniais entre os acionistas, identificando investidores ou grupos que assumam posição relevante na estrutura societária da companhia. De outro, possibilita ao mercado acompanhar os efeitos da formação ou do desfazimento de posições acionárias significativas sobre a dispersão e a liquidez das ações, inclusive na medida em que tais movimentos podem alterar a quantidade de ações efetivamente disponível para negociação e fornecer informações relevantes sobre tendências de compra e venda e sobre a própria percepção de valor da companhia emissora.

16. A amplitude da finalidade informacional da norma não é recente, mas remonta à própria introdução desse dever no arcabouço regulatório da CVM. Ao instituí-lo por meio da Instrução CVM nº 20/1982, a autarquia o inseriu no princípio mais amplo de divulgação de informações que orienta a regulação do mercado de valores mobiliários, destacando a necessidade de assegurar ao público investidor, em tempo hábil e de forma eficiente, acesso às informações necessárias à tomada de decisões de investimento e desinvestimento[8].

---

[7] A respeito das finalidades do dever previsto no art. 12 da Resolução CVM nº 44/2021, vale mencionar o entendimento adotado no PAS CVM nº RJ2009/1365 (Dir. Rel. Marcos Barbosa Pinto, j. em 13/07/2010), no qual o Colegiado assentou que a divulgação de participações relevantes busca informar o mercado sobre alterações significativas na distribuição dos direitos patrimoniais e políticos entre os acionistas, bem como na dispersão e na liquidez das ações da companhia. Essa compreensão foi posteriormente sistematizada no Processo CVM nº RJ2011/2324 (d. em 11/03/2011), em que o Colegiado identificou expressamente dois objetivos da norma: (i) prover ao mercado informações sobre a distribuição dos direitos políticos entre os acionistas, permitindo identificar aqueles capazes de influenciar a administração da companhia ou exercer determinados direitos coletivos; e (ii) informar os investidores sobre a formação ou o desfazimento de blocos acionários capazes de afetar a dispersão e a liquidez das ações. Posteriormente, no PAS CVM nº 08/2009 (Dir. Rel. Pablo Renteria, j. em 28/04/2015), destacou-se, ainda, que a regra busca assegurar ao público informações adequadas sobre participações acionárias relevantes, capazes de indicar alterações na estrutura de poder da companhia e revelar tendências na negociação das ações que possam sinalizar mudanças na percepção dos investidores. A mesma orientação também aparece em outros precedentes do Colegiado: (i) PAS CVM nº 19957.009010/2021-72, Pres. Rel. João Pedro Barroso do Nascimento, j. em 15/08/2023; (ii) PAS CVM nº 19957.009206/2018-61, Dir. Rel. Flávia Perlingeiro, j. em 11/04/2023; (iii) PAS CVM nº 19957.006275/2019-02, Dir. Rel. Henrique Machado, j. em 01/12/2020; (iv) PAS CVM nº RJ2012/1542, Dir. Rel. Pablo Renteria, j. em 31/03/2015; (v) PAS CVM nº RJ2008/2209, Dir. Rel. Eliseu Martins, j. em 25/08/2009; e (vi) PAS CVM nº RJ2006/9070, Dir. Rel. Sergio Weguelin, j. em 23/01/2008.

[8] Nesse sentido, cf. o disposto na Nota Explicativa CVM nº 25/1982, elaborada no contexto da edição da Instrução CVM nº 20/1982: "O aperfeiçoamento desse sistema de divulgação de informações conduzirá ao

17. Essa lógica foi preservada ao longo da evolução da regulamentação, que passou a distinguir, com maior precisão, o dever geral de comunicar o atingimento de participação relevante dos deveres adicionais de publicidade aplicáveis a operações dotadas de determinadas características. Com efeito, na disciplina atualmente vigente, enquanto a ultrapassagem dos patamares previstos no §1º do art. 12 da Resolução CVM nº 44/2021 faz surgir o dever de comunicação, o seu §5º impõe divulgação de informação adicional quando a aquisição resulte ou tenha sido realizada com o objetivo de alterar a composição do controle ou a estrutura administrativa da companhia, ou quando gere obrigação de realização de oferta pública. A existência dessas circunstâncias pode, portanto, ampliar o conteúdo da divulgação exigida, mas não constitui pressuposto para o surgimento do dever básico de comunicação.

18. É justamente a partir dessa distinção que devem ser compreendidos os percentuais estabelecidos pela norma. No caso, a ultrapassagem dos patamares previstos no §1º do art. 12 da Resolução CVM nº 44/2021 constitui o critério normativo escolhido para identificar, **de maneira objetiva**, as alterações na composição acionária submetidas ao regime informacional do dispositivo, sem que sua incidência dependa de avaliação casuística acerca da relevância concreta da operação ou da intenção do investidor de interferir no controle ou na administração da companhia.

19. Essa leitura, além de decorrer da própria estrutura da norma, encontra respaldo na própria jurisprudência do Colegiado. Nesse sentido, vale mencionar o entendimento adotado no PAS CVM nº RJ2009/1365[9]. Naquele caso, discutia-se, entre outras operações, a aquisição de participação superior a 5% das ações ordinárias de uma companhia aberta, sem a correspondente comunicação prevista no art. 12 da então vigente Instrução CVM nº 358/2002. A defesa sustentava que a operação não havia resultado no ingresso de novo acionista controlador e que, por essa razão, não estaria sujeita ao dever de divulgação. Ao afastar o argumento, o então Diretor Relator consignou expressamente não ver "qual a pertinência

aprimoramento da conduta ética dos participantes do mercado de valores mobiliários e, conseqüentemente, à conquista de um mercado mais eficiente e confiável. Nesse sentido, a CVM, enquanto órgão regulador do mercado de valores mobiliários, vem exercitando a competência que lhe foi delegada para assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias emissoras, buscando implementar a competitividade, a visibilidade das operações, a confiabilidade, gerada pela conduta ética de seus participantes, e coibindo a ocorrência de práticas não eqüitativas.".

[9] Dir. Rel. Marcos Barbosa Pinto, j. em 13/07/2010.

dessa alegação com a acusação, já que o art. 12 não pressupõe o surgimento de um novo acionista controlador". A conclusão foi acompanhada, de forma unânime, pelo restante do Colegiado, que reconheceu a infração quanto à operação em questão[10].

20. Por fim, o dever previsto no art. 12 da Resolução CVM nº 44/2021 também se caracteriza pela exigência de que a informação seja divulgada tempestivamente. Desde sua incorporação ao regime informacional desta autarquia, a disciplina sobre esse dever foi estruturada para que a comunicação ocorresse em estreita proximidade com a formação da participação significativa[11]. Essa lógica permanece no regime atual, de modo que o §4º do art. 12 determina expressamente que a comunicação seja realizada imediatamente após ser alcançada a participação prevista no seu §1º. A tempestividade, portanto, não constitui aspecto meramente formal da obrigação, mas se relaciona diretamente à utilidade da informação, cujo valor para os participantes do mercado depende de sua divulgação enquanto a modificação da posição acionária permanece atual.

21. Diante dessas considerações, constata-se que o dever consagrado no art. 12 da Resolução CVM nº 44/2021 combina, em síntese, três elementos complementares: **(i)** a definição objetiva das posições cuja formação ou modificação deve ser conhecida pelo mercado; **(ii)** a especificação das informações necessárias para que essas posições possam ser adequadamente compreendidas; e, por fim, **(iii)** a exigência de que tais informações sejam disponibilizadas de maneira tempestiva, imediatamente após ser alcançada a participação

[10] Em reforço ao caráter objetivo da incidência do dever previsto no art. 12 da Resolução CVM nº 44/2021, vale citar também: **(i)** o PAS CVM nº 19957.006275/2019-02 (Dir. Henrique Machado, j. em 01/12/2020), no qual se assentou que, "uma vez atingidos os patamares definidos" no art. 12, as informações relativas à negociação devem ser prestadas tempestivamente à companhia emissora; e **(ii)** o PAS CVM nº RJ2012/1542 (Dir. Rel. Pablo Renteria, j. em 31/03/2015), em que se destacou que o dever de comunicação surge nas hipóteses objetivamente identificadas pelo dispositivo, como quando ocorre elevação ou redução da participação acionária nos percentuais regulamentares.

[11] Mais precisamente, o art. 1º da Instrução CVM nº 20/1982 já determinava que a divulgação fosse realizada "imediatamente após" o investidor atingir participação, direta ou indireta, correspondente a 5% ou mais de espécie ou classe de ações com direito a voto de companhia aberta. O §2º do mesmo dispositivo estendia o dever às elevações subsequentes da participação em 2%, enquanto o art. 2º exigia divulgação igualmente imediata de qualquer alteração nos fatos ou intenções anteriormente informados. Essa opção regulatória foi preservada nas normas posteriores. A Instrução CVM nº 69/1987, que substituiu a Instrução CVM nº 20/1982, chegou a detalhar o prazo, estabelecendo que, nas aquisições realizadas em pregão, a comunicação à CVM deveria ocorrer antes da abertura do pregão subsequente e, nas operações realizadas em mercado de balcão ou por negócio privado, em até 24 horas de sua realização. Posteriormente, o art. 12, §3º, da Instrução CVM nº 358/2002 voltou a adotar a fórmula segundo a qual a comunicação deveria ser feita "imediatamente após ser alcançada a participação", redação substancialmente preservada no atual art. 12, §4º, da Resolução CVM nº 44/2021.

societária prevista na norma, por meio do fluxo estabelecido pela própria regulamentação. A conjugação desses elementos permite à regra conferir transparência às alterações relevantes na composição acionária das companhias abertas e fornecer aos participantes do mercado elementos para avaliar a distribuição dos direitos políticos, a formação e o desfazimento de blocos acionários e seus possíveis efeitos sobre a dispersão e a liquidez das ações.

22. É à luz dessas premissas que, a meu ver, **o descumprimento do art. 12, §4º, da Resolução CVM nº 44/2021 resta caracterizado no caso concreto**.

23. Com efeito, é incontroverso que, em 05/08/2025, o Fundo adquiriu 36.235.837 ações ordinárias e 472.200 ações preferenciais de emissão da Usiminas, passando a deter aproximadamente 5,14% das ações ordinárias da Companhia. A operação implicou, assim, a superação, para cima, do primeiro patamar de 5% previsto no art. 12, §1º, da Resolução CVM nº 44/2021, fazendo surgir o dever de encaminhar à Usiminas as informações previstas no *caput* do referido dispositivo.

24. Também não há controvérsia quanto ao momento em que esse dever foi efetivamente cumprido. Embora o comunicado referente à operação em questão tenha sido elaborado e assinado em 07/08/2025, ele não foi encaminhado à Usiminas naquela oportunidade. Como visto, a própria GBMF reconheceu posteriormente que, "por uma questão operacional", o documento não havia sido enviado, tendo a comunicação sido efetivamente encaminhada à Companhia apenas em 08/09/2025[12], que divulgou seu conteúdo ao mercado no dia seguinte.

25. Importa destacar, nesse sentido, que a mera elaboração e assinatura do comunicado não são suficientes para o cumprimento do respectivo dever de comunicação imposto à acusada. No caso concreto, transcorreram **mais de 30 dias** entre a operação, realizada em 05/08/2025, e o envio da comunicação, em 08/09/2025, intervalo manifestamente incompatível com a exigência de imediatismo estabelecida pela regulamentação.

26. Essa conclusão quanto ao descumprimento do dever de comunicação é corroborada, ainda, pela orientação da própria SEP, vigente à época dos fatos, quanto ao alcance temporal da obrigação. Nos termos do item 4.9.6 do Ofício Circular/Anual-2025-CVM/SEP, a comunicação sobre a aquisição das ações da Usiminas deveria ter ocorrido preferencialmente

[12] Cf. resposta da GBMF ao Ofício nº 302/2025/CVM/SEP/GEA-4 (doc. nº 2583573, pp. 123-124).

logo após o pregão em que tenha sido atingida a participação relevante e, no máximo, até o início do pregão subsequente[13], o que não se verificou na situação em tela.

27. Em suas razões de defesa e nos memoriais posteriormente apresentados, a acusada não contesta propriamente esses fatos, mas sustenta que o atraso no encaminhamento do comunicado à Companhia não teria produzido lesão material significativa ao bem jurídico tutelado pela norma. Nesse sentido, a GBMF destaca que a operação já havia sido divulgada pela CSN e pela Usiminas em 06/08/2025, com a identificação do Fundo como adquirente das ações, e que o Formulário de Referência da Companhia já havia sido atualizado para refletir a nova composição acionária. Alega, ainda, que a operação não alterou o controle ou a estrutura administrativa da Usiminas e que não houve demonstração de prejuízo concreto decorrente da demora na comunicação.

28. Não obstante, entendo que nenhuma dessas circunstâncias descaracteriza a violação do art. 12, §4º, da Resolução CVM nº 44/2021.

29. Em primeiro lugar, pois, como esclarecido anteriormente, a alteração do controle ou da estrutura administrativa da companhia não constitui pressuposto para a incidência do dever de comunicação ora analisado. A ausência dessa finalidade não configura exceção ao dever de informar, mas apenas constitui uma das informações que o próprio dispositivo determina sejam levadas ao conhecimento da companhia e, subsequentemente, do mercado.

30. Os precedentes invocados pela defesa também não alteram essa conclusão. O primeiro deles, o PAS CVM nº RJ2009/1365[14], envolveu, entre outras operações, a transferência de ações de uma companhia aberta que eram detidas diretamente por um investidor pessoa física para uma sociedade veículo por ele controlada e administrada. Ao examinar especificamente essa transferência, o Diretor Relator concluiu que a operação havia apenas convertido uma participação direta em indireta, sem modificar quem detinha o controle sobre a participação societária considerada. Foi nesse contexto particular, ao discutir a forma de cômputo das

[13] Nesse sentido: "Nos termos do artigo 12 da Resolução CVM nº 44/21, a comunicação do aumento ou redução de participação relevante deve ser feita imediatamente após ser alcançada a participação ali referida. Em regra, para que se observe o prazo estabelecido no referido artigo, a divulgação deverá ocorrer, preferencialmente, imediatamente após o pregão em que se deu o atingimento da participação mencionada no parágrafo 1º do artigo 12 da Resolução CVM nº 44/21, e, no máximo até o início do pregão do dia seguinte ao atingimento.".

[14] Dir. Rel. Marcos Pinto, j. em 13/07/2010.

participações indiretas detidas por intermédio de outras sociedades, que o voto consignou que "alterações em participações minoritárias indiretas ou transferências sem alteração de controle" seriam irrelevantes para as finalidades do art. 12[15].

31. A referência à inexistência de "alteração de controle", naquele caso, não dizia respeito ao controle da companhia aberta, mas ao controle da participação societária detida indiretamente. Na operação então examinada, o investidor que controlava diretamente a participação continuou a controlá-la após sua transferência para a sociedade veículo, razão pela qual o Relator concluiu que a estrutura acionária da companhia não havia sido materialmente alterada. A situação é, portanto, distinta daquela em que há efetiva aquisição de participação relevante por determinado investidor, ainda que essa aquisição não resulte em mudança do controle da companhia investida.

32. Essa distinção é, ainda, confirmada em outra passagem do mesmo precedente. Ao examinar outra operação realizada poucos dias depois, na qual a mesma sociedade veículo adquiriu participação superior a 5% das ações ordinárias da companhia, o Diretor Relator rejeitou expressamente a alegação de que o art. 12 não seria aplicável porque a aquisição não havia resultado no ingresso de novo acionista controlador. A esse respeito, consignou que "o art. 12 não pressupõe o surgimento de um novo acionista controlador" e propôs a condenação da adquirente pela ausência de divulgação da operação.

33. O referido julgado evidencia, portanto, a diferença entre uma reorganização da titularidade indireta que não altera quem controla determinada participação e uma aquisição que, por si só, ultrapassa o patamar objetivo previsto na regulamentação. Embora o precedente seja pertinente para a compreensão da finalidade informacional do art. 12, sua fundamentação não afasta a incidência do dever de comunicação na hipótese ora examinada.

34. O PAS CVM nº 19957.009010/2021-72[16], também citado pela defesa, igualmente não afasta a caracterização da infração. Naquele caso, discutia-se uma comunicação de

[15] Mais especificamente, o Diretor Relator, Marcos Pinto, consignou o seguinte em seu voto: "[p]ara que a norma atinja essa finalidade, basta que o mercado seja informado quando o controle das referidas participações societárias for alterado. Alterações em participações minoritárias indiretas ou transferências sem alteração de controle são irrelevantes para que o mercado determine como os direitos patrimoniais e políticos são distribuídos ou o grau de liquidez e dispersão das ações no mercado." (PAS CVM nº RJ2009/1365, Dir. Rel. Marcos Pinto, j. em 13/07/2010).

[16] Pres. Rel. João Pedro Nascimento, j. em 15/08/2023.

participação relevante que havia informado a aquisição de aproximadamente 24% do capital de uma companhia aberta, mas omitido contratos de derivativos relacionados à operação. Ao examinar a finalidade do art. 12, o Presidente Relator retomou justamente a fundamentação do PAS CVM nº RJ2009/1365 e destacou que operações envolvendo participações expressivas podem assumir relevância societária mesmo quando não sejam suficientes para conferir poder de controle majoritário isolado. Com base nessas considerações, o Colegiado concluiu, por unanimidade, que a omissão dos derivativos tornou incompleta a comunicação, reconhecendo a infração ao art. 12, §2º, II, da Instrução CVM nº 358/2002. A circunstância de ter sido aplicada advertência naquele caso, também destacada pela defesa em seus memoriais, não altera essa conclusão quanto à configuração da infração, mas constitui referência pertinente para a definição da penalidade, como será examinado adiante.

35. A mesma conclusão decorre do PAS CVM nº 19957.006275/2019-02[17], igualmente invocado pela defesa. Naquele processo, os investidores reduziram sua participação na companhia de 16,6% para 4,07%, ultrapassando, para baixo, os patamares de 15% e 5% sem realizar as correspondentes comunicações. Ao tratar da finalidade da norma, o Diretor Relator destacou que as informações sobre participações relevantes e suas modificações podem alterar a estrutura de poder das companhias e auxiliam os investidores a identificar tendências de negociação capazes de sinalizar mudanças na percepção de valor. Essa consideração, contudo, não foi convertida em requisito adicional para a configuração da infração. Ao contrário, o voto ressaltou que o dever incide nas hipóteses objetivamente descritas pelo art. 12 e que, "uma vez atingidos os patamares" nele previstos, as informações relativas à negociação devem ser prestadas tempestivamente à companhia emissora.

36. Em segundo lugar, a divulgação anterior da operação pela CSN não afastava o dever de encaminhamento da comunicação em nome do fundo Vera Cruz. Como reconhecido pela própria Acusação, em 06/08/2025, a CSN já havia divulgado fato relevante identificando expressamente o Fundo como adquirente das ações da Usiminas e informando as quantidades negociadas. A comunicação encaminhada à Companhia também esclarecia que a operação não tinha por objetivo alterar o controle ou a estrutura administrativa da Usiminas e que não haviam sido celebrados acordos relativos ao exercício do direito de voto ou à negociação dos

[17] Dir. Rel. Henrique Machado, j. em 01/12/2020.

valores mobiliários. A Usiminas, por sua vez, divulgou essas informações ao mercado e atualizou seu Formulário de Referência para refletir a nova composição acionária. Embora essas circunstâncias demonstrem que parte substancial das informações sobre a operação já estava disponível ao mercado, elas não substituíam o cumprimento, pelo próprio adquirente, do dever de comunicação previsto no art. 12 da Resolução CVM nº 44/2021, que possui conteúdo e prazo próprios.

37. A posterior prestação da informação pela acusada também não afastava o descumprimento já consumado. A comunicação realizada em 08/09/2025 pelo fundo Vera Cruz satisfez tardiamente o dever de levar as informações à Companhia, mas não restabeleceu a tempestividade do seu cumprimento que, como visto, constitui um dos fatores essenciais da obrigação em questão. Entendimento diverso retiraria eficácia própria do disposto no §4º do art. 12 da Resolução CVM nº 44/2021, que exige comunicação "imediata", fazendo com que o momento de cumprimento da obrigação se tornasse indiferente desde que a informação viesse a ser divulgada posteriormente.

38. O reconhecimento da materialidade da infração, contudo, não encerra a análise, de modo que cumpre examinar também, à luz das circunstâncias concretas do caso, se o descumprimento identificado apresenta relevância suficiente para justificar a utilização da via sancionadora.

Proporcionalidade da atuação sancionadora

39. De início, entendo que assiste razão à defesa ao afirmar que a legislação confere à CVM margem para selecionar, ainda na fase de supervisão, os instrumentos de atuação que se mostrem mais adequados às particularidades de cada caso. A esse respeito, o art. 9º, §4º, da Lei nº 6.385/1976 determina que esta autarquia priorize infrações de natureza grave, cuja apenação proporcione maior efeito educativo e preventivo, e admite que se deixe de instaurar processo administrativo sancionador diante da pouca relevância da conduta, da baixa expressividade da lesão ao bem jurídico tutelado ou da existência de outros instrumentos ou medidas de supervisão considerados mais efetivos. Em linha com essa diretriz, o art. 4º da Resolução CVM nº 45/2021 atribui às superintendências, a partir dos elementos colhidos na investigação, a avaliação sobre a conveniência da instauração da via sancionadora.

40. Essa premissa, contudo, não conduz, por si só, à conclusão de que a instauração deste PAS foi desproporcional, o que exige examinar as circunstâncias específicas do descumprimento ora reconhecido. Para tanto, a avaliação não pode se limitar tão somente às consequências materiais posteriormente verificadas, devendo ser consideradas também a natureza da obrigação descumprida, a função que ela desempenha no regime regulatório e os riscos que sua observância busca prevenir.

41. Sob essa perspectiva, a inexistência de dano patrimonial demonstrado não é, isoladamente, suficiente para qualificar uma infração informacional como destituída de relevância. Obrigações dessa natureza destinam-se justamente a assegurar a disponibilidade tempestiva de informações ao mercado, antes que seja possível saber, retrospectivamente, quais decisões teriam sido tomadas caso elas estivessem ou não disponíveis. Condicionar a pertinência da atuação sancionadora à demonstração de uma consequência econômica individualizada reduziria significativamente o alcance preventivo de normas destinadas a preservar a transparência e a adequada formação das decisões de investimento.

42. É justamente em razão disso que, como esclarecido anteriormente, a obrigação disciplinada pelo art. 12 da Resolução CVM nº 44/2021 parte de uma **valoração regulatória prévia** sobre quais modificações da composição acionária devem ser informadas e em que momento. Para os fins do seu §4º, o resultado juridicamente relevante consiste precisamente na indisponibilidade tempestiva de informação que a regulamentação determinou fosse comunicada imediatamente após o atingimento do respectivo patamar.

43. Soma-se a isso o fato de que, nos termos do art. 19 da Resolução CVM nº 44/2021, as infrações às suas disposições são consideradas graves para os fins do art. 11, §3º, da Lei nº 6.385/1976.[18]. Essa classificação, evidentemente, não dispensa a análise das circunstâncias particulares do caso concreto, tampouco determina, por si só, a adoção da via sancionadora, mas constitui elemento relevante dessa avaliação.

[18] Art. 19. Considera-se infração grave, para os fins previstos no § 3º do art. 11 da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, a infração às disposições desta Resolução.

44. À luz desses parâmetros, entendo que as circunstâncias apontadas pela defesa não me parecem suficientes para concluir que a instauração deste PAS tenha representado resposta desproporcional à infração ora analisada.

45. Em particular, essa consideração decorre de três aspectos: **(i)** a omissão incidiu sobre dever informacional cujo descumprimento é expressamente qualificado pela regulamentação como infração grave; **(ii)** a comunicação permaneceu pendente por período superior a um mês; e **(iii)** a situação não foi regularizada espontaneamente logo após a ocorrência da falha, mas apenas depois da atuação da SEP. Esses elementos afastam, a meu ver, a caracterização do caso como irregularidade de reduzida expressão regulatória e prontamente corrigida.

46. Isso não significa, contudo, que a publicidade anterior da operação, os bons antecedentes da acusada e a posterior regularização da comunicação sejam circunstâncias juridicamente irrelevantes. Embora não afastem a caracterização da infração nem a pertinência da atuação sancionadora, esses elementos devem ser considerados na avaliação de sua gravidade concreta e na definição da penalidade adequada.

47. Reconhecidos, portanto, o descumprimento objetivo do art. 12, § 4º, da Resolução CVM nº 44/2021 e a pertinência da atuação sancionadora diante das circunstâncias do caso, passo a examinar a responsabilidade da GBMF pela infração.

Responsabilidade da GBMF pelo descumprimento do art. 12 da Resolução CVM nº 44/2021

48. À luz dos elementos constantes dos autos, entendo que a infração deve ser imputada à GBMF. Essa conclusão não decorre, como sustenta a defesa, simplesmente da manifestação posterior da Reag Trust, que atribuiu à Gestora a responsabilidade pelo envio da comunicação, nem pressupõe que sociedades integrantes do mesmo grupo econômico possam livremente redistribuir entre si obrigações regulatórias. A imputação resulta, em verdade, da repartição de atribuições estabelecida pela regulamentação aplicável aos prestadores de serviços do Fundo, examinada em conjunto com as funções concretamente desempenhadas pela GBMF e com sua atuação específica nos fatos que deram origem à infração.

49. Em linha com o que foi destacado pela Acusação, quando o dever previsto no art. 12 da Resolução CVM nº 44/2021 decorre de participação acionária mantida na carteira de um fundo de investimento, a identificação do responsável por seu cumprimento exige verificar a

qual prestador se reconduzem, no caso concreto, os atos, as decisões e as informações relacionados à formação daquela posição. A titularidade formal dos ativos pelo fundo não encerra, portanto, a análise, que deve levar em conta a esfera de atuação atribuída a cada prestador pela regulamentação e pelos demais instrumentos que disciplinam seu funcionamento.

50. Essa compreensão encontra respaldo na orientação específica da SEP sobre o cumprimento desse dever informacional por fundos de investimento. Mais precisamente, o item 4.9.5 do Ofício Circular/Anual-2025-CVM/SEP, vigente à época dos fatos ora analisados, esclarece que, diante da omissão do investidor, o administrador fiduciário ou o gestor de recursos pode ser responsabilizado administrativamente quando: **(i)** representar um mesmo interesse de seus clientes e for responsável direto e exclusivo pela operação; **(ii)** tiver ciência inequívoca da possibilidade de atingimento de participação acionária relevante; e **(iii)** puder exercer discricionariamente os direitos políticos das ações adquiridas.

51. Naturalmente, essa orientação não constitui, por si só, fonte autônoma de responsabilidade, mas explicita os elementos considerados pela área técnica para identificar as situações em que o cumprimento da obrigação se insere na esfera de atuação do gestor ou do administrador fiduciário.

52. No caso concreto, esses elementos apontam justamente para a função desempenhada pela GBMF. Como visto, a aquisição das ações da Usiminas que levou o fundo Vera Cruz a ultrapassar o patamar de participação relevante ocorreu no âmbito da gestão por ela exercida, e as atribuições que lhe eram conferidas pela regulamentação e pelo regulamento do Fundo abrangiam tanto a realização das operações com os ativos da carteira quanto o exercício dos direitos a eles associados.

53. Essa conclusão parte, inicialmente, da própria disciplina aplicável aos prestadores de serviços dos fundos de investimento. Primeiramente, o art. 80 da Resolução CVM nº 175/2022[19] estabelece que o funcionamento do fundo se materializa por meio da atuação de seus prestadores de serviços essenciais e dos terceiros por eles contratados. Em coerência com

[19] Art. 80. O funcionamento do fundo de investimento se materializa por meio da atuação dos prestadores de serviços essenciais e terceiros por eles contratados, por escrito, em nome do fundo.

essa estrutura, o art. 81 da mesma Resolução determina que cada prestador responda perante a CVM, em sua respectiva esfera de atuação, pelos próprios atos e omissões contrários à lei, ao regulamento ou à regulamentação vigente, devendo essa responsabilidade ser aferida também à luz das obrigações estabelecidas em regulamentações específicas e nos respectivos instrumentos contratuais[20].

54. Nesse contexto, as funções atribuídas à GBMF guardavam relação direta com a formação da participação relevante. Nos termos do art. 84 da Resolução CVM nº 175/2022[21], compete ao gestor praticar os atos necessários à gestão da carteira de ativos. Por sua vez, o seu art. 86, *caput*[22], atribui ao gestor, mais especificamente, a negociação desses ativos e a celebração dos contratos e demais documentos relacionados às operações, representando a classe para essa finalidade. Cabe-lhe, ainda, como regra, exercer os direitos de voto decorrentes dos ativos detidos pela classe e praticar os atos necessários ao seu exercício, observada a respectiva política de voto, conforme dispõe o art. 94 da mesma Resolução[23].

55. O regulamento do Fundo vigente à época dos fatos reforça essa conclusão[24]. Além de estabelecer que os prestadores respondem individualmente pelas obrigações inseridas em suas respectivas esferas de atuação, inclusive aquelas decorrentes de regulamentações específicas, seu art. 4º atribuía à Gestora a prática dos atos necessários à gestão da carteira de ativos e, em seu §4º, o exercício dos direitos de voto decorrentes dos ativos detidos pela classe, com a

[20] Art. 81. Os prestadores de serviços essenciais e demais prestadores de serviços do fundo respondem perante a CVM, nas suas respectivas esferas de atuação, por seus próprios atos e omissões contrários à lei, ao regulamento do fundo ou à regulamentação vigente, sem prejuízo do exercício do dever de fiscalizar, nas hipóteses expressamente previstas nesta Resolução, bem como naquelas eventualmente previstas no regulamento. Parágrafo único. A aferição de responsabilidades dos prestadores de serviços tem como parâmetros as obrigações previstas nesta Resolução e em regulamentações específicas, assim como aquelas previstas no regulamento e no respectivo contrato de prestação de serviços.

[21] Art. 84. O gestor, observadas as limitações legais e as previstas na regulamentação aplicável, tem poderes para praticar os atos necessários à gestão da carteira de ativos, na sua respectiva esfera de atuação.

[22] Art. 86. Compete ao gestor negociar os ativos da carteira, bem como firmar, quando for o caso, todo e qualquer contrato ou documento relativo à negociação de ativos, qualquer que seja a sua natureza, representando a classe de cotas para essa finalidade.

[23] Art. 94. Compete ao gestor exercer o direito de voto decorrente de ativos detidos pela classe, realizando todas as ações necessárias para tal exercício, observado o disposto na política de voto da classe.

[24] Trata-se de versão do regulamento do fundo Vera Cruz vigente entre 04/07/2025 e 13/08/2025 (disponível em: https://web.cvm.gov.br/app/fundosweb/#/fundos/visualizar/detalhes/90309?%2F. Acesso em 21/10/2026).

adoção de todas as providências necessárias para tanto[25]. Ademais, não foi possível identificar, nos elementos constantes deste PAS ou do Processo de Origem, política interna, disposição contratual ou outra previsão específica que afastasse essa repartição de atribuições no caso concreto.

56. Essas atribuições assumem particular relevância diante do próprio conteúdo da comunicação exigida pelo art. 12 da Resolução CVM nº 44/2021. Como visto, o dever em questão não se limita à indicação da quantidade de ações adquiridas, abrangendo, entre outros elementos, o objetivo da participação, a quantidade visada e a existência de acordos ou contratos relativos ao exercício do direito de voto ou à negociação dos valores mobiliários. São informações estreitamente vinculadas às decisões de investimento e ao exercício dos direitos inerentes aos ativos da carteira.

57. Há, portanto, correspondência direta entre as funções atribuídas à GBMF e os elementos necessários ao cumprimento da obrigação. Era a Gestora quem conduzia as decisões de investimento que levaram à formação da participação relevante, detinha conhecimento sobre os objetivos da aquisição e se encontrava, como regra, em posição de exercer os direitos políticos decorrentes das ações adquiridas[26].

58. Essa conclusão também não é afastada pelo dever disciplinado pelo art. 64 da Resolução CVM nº 175/2022[27], invocado pela defesa para sustentar a responsabilidade da Reag Trust no caso concreto. Isso porque o dispositivo em questão disciplina obrigação

[25] Nesse sentido: "Artigo 4º. Compete à GESTORA, observadas as limitações legais e as previstas na regulamentação aplicável, praticar os atos necessários à gestão da carteira de ativos, na sua respectiva área de atuação. [...] Parágrafo Quarto - Compete à GESTORA exercer o direito de voto decorrente de ativos detidos pela classe, realizando todas as ações necessárias para tal exercício.".

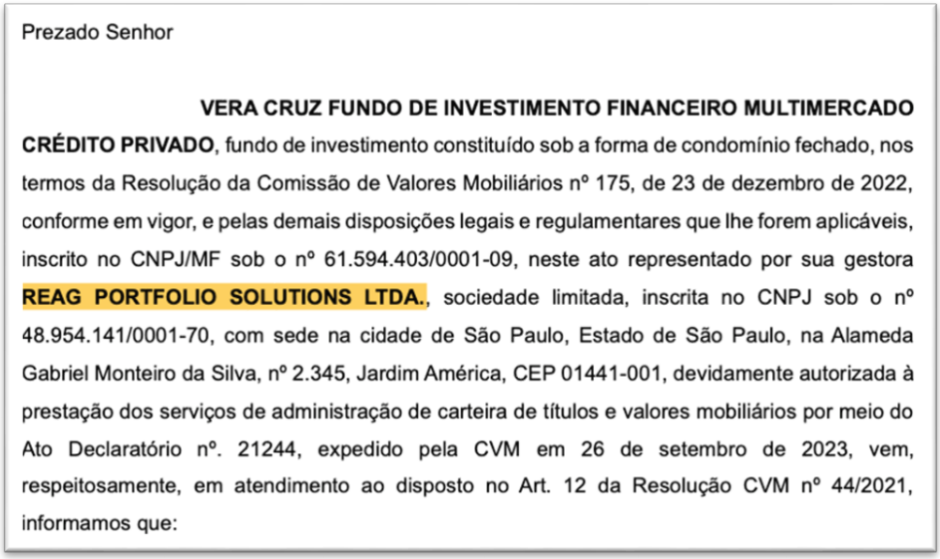
[26] Vale dizer que essa relação entre a atuação do gestor e as informações relevantes para os fins do cumprimento do dever previsto no art. 12 já foi reconhecida pelo Colegiado. No Processo CVM nº RJ2011/2324 (d. em 11/03/2011), ao examinar participações detidas por fundos e carteiras de investimento submetidos a gestão discricionária comum, decidiu-se que, quando administrador e gestor fossem pessoas distintas, a comunicação deveria identificar o gestor, e não o administrador. Como explicou, na oportunidade, a então Presidente Maria Helena Santana, é o gestor quem responde pelas decisões de investimento e ocupa posição central no exercício dos direitos políticos vinculados às ações mantidas sob sua gestão. Embora o precedente tratasse do conteúdo da divulgação e da forma de agregação das participações, e não propriamente da imputação sancionadora pelo não envio da comunicação, sua fundamentação evidencia a posição funcional atribuída ao gestor para a consecução das finalidades do art. 12 da então vigente Instrução CVM nº 358/2002.

[27] Art. 64. O administrador é obrigado a divulgar qualquer fato relevante ocorrido ou relacionado ao funcionamento do fundo, da classe ou aos ativos integrantes da carteira, assim que dele tiver conhecimento, observado que é responsabilidade dos demais prestadores de serviços informar imediatamente ao administrador sobre os fatos relevantes de que venham a ter conhecimento.

distinta, referente a divulgação de fatos relevantes do próprio fundo ou da classe, definidos em função de sua aptidão para influenciar o valor das cotas ou as decisões dos respectivos investidores, atribuindo ao administrador sua divulgação aos destinatários ali previstos. Já o art. 12 da Resolução CVM nº 44/2021 possui objeto e fluxo informacional próprios, pois trata de participação acionária relevante detida em companhia aberta e determina o encaminhamento das respectivas informações à própria companhia investida. A competência atribuída ao administrador fiduciário pelo art. 64 não permite inferir, portanto, que lhe caiba, com exclusividade, todo dever informacional relacionado aos ativos integrantes da carteira.

59. Por sua vez, a conclusão extraída dessa repartição normativa de atribuições é reforçada pela própria atuação da GBMF no caso concreto. Nesse sentido, há nos autos elemento contemporâneo aos fatos, produzido pela própria acusada, que revela de forma particularmente clara o papel por ela assumido no cumprimento do dever de comunicação ora analisado.

60. O comunicado elaborado em 07/08/2025 identifica expressamente o fundo Vera Cruz como "neste ato representado por sua gestora REAG Portfolio Solutions Ltda." (antiga denominação da GBMF) e registra que o documento era apresentado "em atendimento ao disposto no Art. 12 da Resolução CVM nº 44/2021"[28]. Nesse sentido:



Prezado Senhor

VERA CRUZ FUNDO DE INVESTIMENTO FINANCEIRO MULTIMERCADO CRÉDITO PRIVADO, fundo de investimento constituído sob a forma de condomínio fechado, nos termos da Resolução da Comissão de Valores Mobiliários nº 175, de 23 de dezembro de 2022, conforme em vigor, e pelas demais disposições legais e regulamentares que lhe forem aplicáveis, inscrito no CNPJ/MF sob o nº 61.594.403/0001-09, neste ato representado por sua gestora **REAG PORTFOLIO SOLUTIONS LTDA.**, sociedade limitada, inscrita no CNPJ sob o nº 48.954.141/0001-70, com sede na cidade de São Paulo, Estado de São Paulo, na Alameda Gabriel Monteiro da Silva, nº 2.345, Jardim América, CEP 01441-001, devidamente autorizada à prestação dos serviços de administração de carteira de títulos e valores mobiliários por meio do Ato Declaratório nº. 21244, expedido pela CVM em 26 de setembro de 2023, vem, respeitosamente, em atendimento ao disposto no Art. 12 da Resolução CVM nº 44/2021, informamos que:

[28] Doc. nº 2583573, p. 71.

61. Esse documento assume especial relevância porque foi produzido antes de qualquer intervenção da SEP[29]. A própria GBMF, portanto, já havia identificado o atingimento da participação relevante e adotado as providências destinadas ao cumprimento do art. 12 da Resolução CVM nº 44/2021 antes mesmo da instauração da apuração, tendo elaborado e assinado a comunicação em nome do Fundo. A meu ver, sua atuação evidencia não apenas ciência inequívoca acerca da operação e de suas consequências regulatórias, mas também que o cumprimento da obrigação havia sido concretamente assumido no âmbito de sua atuação como Gestora.

62. Essas circunstâncias foram, inclusive, posteriormente confirmadas pela própria GBMF. Em resposta ao Ofício nº 302/2025/CVM/SEP/GEA-4, a acusada afirmou que o comunicado havia sido "devidamente elaborado e assinado pela Gestora" em 07/08/2025 e que seu envio à Companhia não fora efetivado "por uma questão operacional". Acrescentou, ainda, que a aquisição da participação havia sido realizada pelo Fundo "no âmbito da gestão realizada pela Gestora"[30]. A omissão, portanto, não decorreu de desconhecimento acerca do atingimento do patamar regulamentar nem de dúvida contemporânea quanto ao responsável pela adoção das providências necessárias.

63. Essa conclusão não é afastada pelo fato de a Reag Trust, então administradora fiduciária do Fundo, ter afirmado que a ausência de encaminhamento da comunicação decorreu de uma questão operacional interna, nem pela circunstância de ter sido ela quem efetivamente remeteu o documento à Usiminas em 08/09/2025. Embora esses elementos evidenciem sua participação nas providências operacionais relacionadas ao envio da comunicação, eles não demonstram, por si só, que lhe coubesse a responsabilidade pelo cumprimento do dever informacional ora examinado. Como visto, a aquisição das ações ocorreu no âmbito da gestão discricionária exercida pela GBMF, que era responsável pelas decisões de investimento do Fundo e que, antes de qualquer intervenção da SEP, havia

[29] Mais precisamente, o referido comunicado foi elaborado em 07/08/2025, dois dias após a aquisição da participação relevante, ocorrida em 05/08/2025, anteriormente à atuação da SEP que levou à posterior regularização da divulgação.

[30] Cf. resposta da GBMF ao Ofício nº 302/2025/CVM/SEP/GEA-4, de 22/12/2025 (doc. nº 2583573, pp. 123-124).

elaborado e assinado o comunicado destinado ao cumprimento do art. 12 da Resolução CVM nº 44/2021.

64. Ante o exposto, entendo que os elementos dos autos são suficientes para atribuir à GBMF a responsabilidade pelo descumprimento do art. 12, §4º, da Resolução CVM nº 44/2021. A aquisição das ações ocorreu no âmbito da gestão discricionária por ela exercida, sendo a Gestora responsável pelas decisões de investimento que levaram à formação da participação relevante. Além disso, a elaboração e assinatura do comunicado em 07/08/2025 evidenciam sua ciência acerca do atingimento do patamar regulamentar e sua atuação concreta no cumprimento da obrigação informacional, enquanto o exercício dos direitos políticos decorrentes dos ativos integrava, como regra, sua esfera de competência. Considerados em conjunto, esses elementos permitem individualizar sua responsabilidade pela omissão, não sendo suficiente para afastá-la o fato de a regularização posterior ter sido promovida materialmente pela Administradora.

IV. CONCLUSÃO E PENALIDADES

65. Os fatos objeto da Acusação ocorreram depois 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 vigente, em linha com o art. 116, parágrafo único, da Resolução CVM nº 45/2021[31].

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

[31] 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.

67. Como visto, o art. 19 da Resolução CVM nº 44/2021 qualifica a infração às suas disposições, o que inclui o descumprimento ao art. 12 da referida Resolução, como grave para os efeitos do art. 11, § 3º, da Lei nº 6.385/1976.

68. Na definição da penalidade aplicável, considero especialmente relevante que, embora a comunicação exigida do Fundo não tenha sido encaminhada tempestivamente, parte substancial das informações sobre a operação já estava disponível ao mercado desde 06/08/2025, quando a CSN divulgou fato relevante identificando o fundo Vera Cruz como adquirente das ações da Usiminas e informando as quantidades negociadas. A própria Usiminas divulgou a comunicação recebida da alienante e atualizou seu Formulário de Referência para refletir a nova composição acionária. Soma-se a isso o fato de a Gestora ter elaborado e assinado o comunicado em 07/08/2025, antes de qualquer intervenção da SEP, bem como a ausência de demonstração de prejuízo concreto decorrente do atraso.

69. À luz dessas circunstâncias, e em linha com os precedentes do Colegiado[32], entendo que a penalidade de advertência constitui resposta suficiente e proporcional à gravidade concreta da infração.

70. Ante o exposto, e com fundamento no art. 11, inciso I, da Lei nº 6.385/1976, voto pela condenação da **GBMF Portfolio Solutions Ltda.** à penalidade de **advertência**, por não ter comunicado tempestivamente à Usiminas a aquisição de participação acionária relevante, em infração ao art. 12, §4º, da Resolução CVM nº 44/2021.

É como voto.

Rio de Janeiro, 27 de outubro de 2026.

Marina Copola
Diretora Relatora

[32] Nesse sentido: (i) PAS CVM nº 19957.009010/2021-72, Pres. Rel. João Pedro Nascimento, j. em 15/08/2023; (ii) PAS CVM nº RJ2015/9443, Dir. Rel. Flávia Perlingeiro, j. em 04/06/2019; e (iii) PAS CVM nº RJ2007/7406, Dir. Rel. Durval Soledade, j. em 18/12/2007.