



**MINISTÉRIO DA ECONOMIA
CONSELHO DE RECURSOS DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL**

418ª Sessão

Recurso 14.215

Processo 10372.000190/2016-66

Processo na primeira instância CVM RJ2012/6987

RECURSOS VOLUNTÁRIOS

RECORRENTES: AGGREGA INVESTIMENTOS LTDA.
JOSÉ ANTÔNIO PINTO

RECORRIDO: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

RELATOR: ADRIANA CRISTINA DULLIUS

ADVOGADO: ANDRÉ CANTIDIANO VARNIERI RIBEIRO (OAB/RJ 95.757)

EMENTA: RECURSOS VOLUNTÁRIOS. CVM. Arguição de impedimento do Relator. Rejeição. Desrespeito ao regulamento de Fundos de Investimento quanto aos limites impostos à aquisição de ativos. Impossibilidade de flexibilização dos limites de norma ou de regulamento por se tratar de fundo destinado a investidores superqualificados. Recursos desprovidos.

ACÓRDÃO CRSFN 258/2018

Vistos, relatados e discutidos os presentes autos, os membros do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional decidem:

1. conhecer dos recursos por unanimidade, com base no voto da Relatora;
2. preliminarmente, rejeitar, por unanimidade, a arguição de impedimento da Conselheira Adriana Cristina Dullius para julgar o feito em razão de suposto interesse econômico na causa, tendo em vista exercer cargo de Procuradora da Comissão de Valores Mobiliários, acolhendo-se os fundamentos apresentados pela arguida, a qual não participou da votação;
3. com relação à recorrente AGGREGA INVESTIMENTOS LTDA., pelo descumprimento do dever de diligência, **negar provimento ao recurso**, por maioria, com base no voto da Relatora, mantendo a penalidade de multa no valor de R\$300.000,00 (trezentos mil reais), vencidos os Conselheiros Alexandre Henrique Graziano e Ana Paula Zanetti de Barros Moreira, que votaram pelo provimento parcial do recurso para reduzir o valor da multa para R\$200.000,00 (duzentos mil reais);
4. com relação ao recorrente JOSÉ ANTONIO PINTO, na qualidade de Diretor de Aggrega Investimentos Ltda., pelo descumprimento do dever de diligência, **negar provimento ao recurso**, por maioria, com base no voto da Relatora, mantendo a penalidade de multa no valor de R\$300.000,00 (trezentos mil reais), vencidos os Conselheiros Alexandre Henrique Graziano e Ana Paula Zanetti de Barros Moreira, que votaram pelo provimento parcial do recurso para reduzir o valor da multa para R\$200.000,00 (duzentos mil reais).

Participaram do julgamento da arguição de impedimento, conduzida nos termos do art. 18, §§ 8º, 9º e 10 do RICRSFN, os Conselheiros Carlos Pagano Botana Portugal Gouvêa, João Batista de Moraes (art. 19, §3º do RICRSFN), Waldir Quintiliano da Silva (art. 19, §3º do RICRSFN), Alexandre Henrique Graziano,

Antonio Augusto de Sá Freire Filho, Ana Paula Zanetti de Barros Moreira e Ana Maria Melo Netto Oliveira. Ausente, justificadamente, o Conselheiro Haroldo Mavignier Guedes Alcoforado. Presente o Senhor Representante da Procuradoria-Geral da Fazenda Nacional Dr. Virgílio Porto Linhares Teixeira, que se manifestou pela inexistência de impedimento da Conselheira Adriana Cristina Dullius.

Participaram do julgamento de mérito os Conselheiros Carlos Pagano Botana Portugal Gouvêa, Adriana Cristina Dullius, João Batista de Moraes (art. 19, §3º do RICRSFN), Waldir Quintiliano da Silva (art. 19, §3º do RICRSFN), Alexandre Henrique Graziano, Antonio Augusto de Sá Freire Filho, Ana Paula Zanetti de Barros Moreira e Ana Maria Melo Netto Oliveira. Ausente, justificadamente, o Conselheiro Haroldo Mavignier Guedes Alcoforado. Presente o Senhor Representante da Procuradoria-Geral da Fazenda Nacional Dr. Virgílio Porto Linhares Teixeira, que registrou não ter havido requisição de parecer escrito na forma do art. 15 do Regimento Interno do CRSFN.

Brasília, 19 de outubro de 2018.



Documento assinado eletronicamente por **Ana Maria Melo Netto Oliveira, Conselheiro(a) Presidente**, em 09/01/2019, às 11:41, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



A autenticidade deste documento pode ser conferida no site http://sei.fazenda.gov.br/sei/controlador_externo.php?acao=documento_conferir&id_orgao_acesso_externo=0, informando o código verificador **1509052** e o código CRC **7F94ABAB**.



MINISTÉRIO DA FAZENDA
CONSELHO DE RECURSOS DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL

Recurso 14215

Processo 10372.000190/2016-66

Processo na primeira instância CVM RJ2012/6987

RECURSOS VOLUNTÁRIOS

RECORRENTES: AGGREGA INVESTIMENTOS LTDA.
JOSÉ ANTÔNIO PINTO

RECORRIDO: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

RELATORA: ADRIANA CRISTINA DULLIUS

RELATÓRIO

I. Acusação

1. Trata-se de processo administrativo sancionador instaurado contra a **Agregga Investimentos Ltda.** (“Agregga”), gestora de fundos de investimento, e seu diretor responsável pela atividade de prestação de serviços de administração de carteiras de valores mobiliários, José Antônio Pinto, por irregularidades na gestão do PREVTRUST Fundo de Investimento em Cotas de Fundo de Investimento Previdenciário Renda Fixa Crédito Privado (“PREVTRUST”).

2. No mesmo processo foram acusados a BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A. (na qualidade de administradora do fundo) e seu diretor responsável, José Carlos Lopes Xavier de Oliveira, sendo julgados pelo Colegiado da CVM em 13.08.2013. O motivo da cisão do feito foi a análise da proposta de termo de compromisso apresentada pela Agregga e seu diretor.

3. No Termo de Acusação, de 06.08.2012 (fls. 87/96)[1], a CVM, por meio da Gerência de Acompanhamento de Fundos (GIF), apontou a ocorrência dos seguintes fatos:

- o PREVTRUST, constituído em 11.07.2008, destinava-se, de acordo com seu regulamento, a receber recursos de “*investidores qualificados previdenciários*”, tendo como objetivo proporcionar “*rentabilidade diferenciada com baixa volatilidade*”. A aplicação inicial mínima era de R\$ 1.000.000,00. Em 31.12.2011, o PREVTRUST possuía oito cotistas e PL de R\$ 30.348.137,48;
- em janeiro de 2012, a GIF verificou que 95% do patrimônio do PREVTRUST estava investido em cotas do Fundo de Investimento Renda Fixa Crédito Privado Portfólio MASTER I (“MASTER I”), que, por sua vez, tinha cerca de 70% de seu patrimônio investido em cotas de um fundo de direitos creditórios (Coral FIDC Multissetorial). Assim, o PREVTRUST investia, indiretamente, a maior parte de seus ativos em cotas de fundos de direitos creditórios, contrariando determinação expressa da Instrução CVM n.º 409/04[2] e de seu próprio regulamento, que limitavam este tipo de aplicação em 20% do PL[3] (fls. 45/52);
- O PREVTRUST e o MASTER I eram administrados pela Mellon e geridos pela Agregga;
- Houve infração, portanto, ao art. 65, XIII[4], ao não observar o disposto no regulamento do fundo, e ao art. 65-A, I[5], ao violar o dever de diligência imposto ao gestor do fundo, ambos da Instrução CVM n.º 409/04;
- Por fim, é informado que, em 16.04.2012, a administradora do fundo publicou fato relevante, comunicando aos cotistas uma queda de 42,64% no valor da cota do fundo, em virtude do lançamento de provisão para perdas na carteira do FIDC Coral (fl. 44).

4. A área técnica da CVM, após o recebimento das explicações dos acusados, concluiu em seu Termo de Acusação que:

- Considerando o argumento da Agregga de que o PREVTRUST era um veículo de captação do MASTER I, na medida em que era o único cotista deste, resta claro que os fundos serviam aos mesmos propósitos e deveriam ter políticas de investimento semelhantes, já que os cotistas finais seriam os mesmos. Entretanto, a situação fática demonstra que o PREVTRUST tinha, por determinação regulamentar, política de investimentos mais restritiva que o MASTER I, de forma que o gestor claramente precisaria se assegurar que a carteira do fundo investido não desrespeitaria os limites de investimento aplicáveis ao fundo investidor;
- Sobre a alegação de que a responsabilidade seria exclusivamente da Administradora, a acusação entende que tal afirmação somente seria verdadeira se o MASTER I e o PREVTRUST fossem geridos por gestores distintos, pois, neste caso, somente a administradora conheceria a situação individual de cada fundo. Como a Agregga era responsável pelas decisões de investimento de ambos os fundos, era dela a responsabilidade pela aquisição das cotas do MASTER I pelo PREVTRUST e

da aquisição das cotas do FIDC CORAL pelo MASTER I, possuindo ciência da situação individual de cada fundo; não poderia, portanto, se esquivar de atuar com respeito ao regulamento dos fundos, razão pela qual deveria ser responsabilizada pela infringência ao art. 65, XIII, da Instrução CVM nº 409/04;

- gestora tinha todos os meios para consolidar a carteira do PREVTRUST e do MASTER I na forma do Art. 115-A, da Instrução CVM nº 409/04;
- A inobservância das disposições do regulamento do fundo é considerada infração grave para efeito do disposto no art. 11, § 3º, da Lei nº 6.385/76, conforme dispõe o inciso IX do art. 117 da Instrução CVM nº 409. Além disso, o inciso XIII também considera infração grave a falta de diligência do gestor de fundo na condução de suas atividades;
- A aplicação no FIDC CORAL resultou em prejuízo substancial para os cotistas do PREVTRUST, que, conforme o art. 8º, §6º do regulamento do fundo, não assumiram o risco do investimento;
- O diretor responsável pela atividade de gestão, Jose Antonio Pinto, não teria atuado de forma diligente para assegurar que as determinações feitas pela legislação e pelo regulamento dos fundos fossem cumpridas, respondendo juntamente com a Aggrega pelas infrações supracitadas.

II. Defesa

5. Devidamente intimados em 17 e 20.08.2012 (fls. 106 e 107), a **Aggrega e seu diretor** apresentaram defesa conjunta em 17.10.2012 (fls. 138/156). Todavia, também foi apresentada proposta de termo de compromisso (fl. 379/383), rejeitada posteriormente pelo Colegiado da CVM, em reunião realizada em 23.09.2014 (fls. 455/456).

6. Em síntese, a defesa alegou que:

- O processo deveria ser extinto sem julgamento do mérito, pois o Termo de Acusação que o inaugurou é inválido por conta de irregularidade formal. Nesse sentido, enquanto a intimação das fls. 158/160 lhes imputou a violação aos arts. 65, inciso XIII, 65-A, inciso I, e 88, da Instrução CVM nº 409/04, o Termo de Acusação se limitou à suposta infração do artigo 65, inciso XIII, da mesma instrução (fl. 09);
- Os cotistas do PREVTRUST, entidades de previdência complementar, eram, nos termos do art. 7º, §1º do regulamento do fundo, responsáveis por acompanhar as aplicações e verificar o enquadramento de sua carteira. Portanto, considerando que os cotistas aprovaram as contas, os mesmos aceitaram as decisões tomadas pela Aggrega e pelo administrador. Tal aprovação se mostra ainda mais indiscutível na AGE de cotistas do PREVTRUST, de 12/03/2012, quando os cotistas (i) aprovaram a alteração do PREVTRUST de FIC para FIRF, com previsão de alocação de 100% do patrimônio do fundo em FIDC; (ii) convalidaram os atos de investimento realizados até aquela data; e (iii) aprovaram a incorporação do PREVTRUST ao MASTER I;
- Os auditores independentes, ao analisarem e auditarem as contas do PREVTRUST, não consignaram qualquer ressalva que pudesse macular a regularidade da execução de sua política de investimento;
- O art. 65, inciso XIII, da Instrução CVM nº 409/04 não se aplica ao gestor de fundo de investimento, visto que este artigo somente faz referencia as obrigações do administrador de fundos de investimento;
- O PREVTRUST não estava obrigado a consolidar suas aplicações no fundo MASTER I, em decorrência do compartilhamento de administrador e de gestor, pois *“tal obrigação não se encontra inserta nos artigos 112 e seguintes da Instrução Normativa CVM 409 de 2004”*;
- Não havia a obrigação de enquadramento da carteira do PREVTRUST ao limite de concentração em cotas de fundos de direitos creditórios, pois, por se tratar de fundo destinado a investidores superqualificados, os limites de concentração por modalidade de ativo financeiro poderiam ser dispensados, conforme garante o art. 110-B, II, da Instrução CVM nº 409/04. Portanto, não houve descumprimento dos artigos 65, inciso XIII, e 88 da Instrução CVM nº 409/04;

- Não houve desrespeito ao art. 65-A, inciso I, da Instrução CVM nº409/04, uma vez que não há possibilidade de admitir o descumprimento do dever de fidúcia se o enquadramento do fundo às regras de limite de concentração de ativos e a necessidade de consolidação não eram obrigatórios.
- Sempre se procurou atender aos interesses dos cotistas do PREVTRUST, realizando minuciosos processos de análise e seleção de ativos para a carteira do fundo, bem como sempre foi cumprido o dever de diligência na gestão dos fundos MASTER e CORAL.

III. Decisão

7. Encerrada a instrução do processo administrativo sancionador, a Comissão de Valores Mobiliários, em 18.11.2014, nos termos do voto da diretora Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes (fls. 466/471), pronunciou-se no seguinte sentido:

- a defesa fez referência a uma versão anterior do Termo de Acusação[6], antes do aditamento realizado para acatar as sugestões da procuradoria da CVM, sendo esta versão final a que foi utilizada nas intimações. Assim, não existiria qualquer irregularidade formal do Termo de Acusação;
- o gestor e o administrador têm o dever de observar os limites de concentração por modalidades de ativos financeiros estabelecidos no art. 87 da Instrução CVM nº 409/04, não sendo razoável exigir que todas as transações e os ativos de cada fundo com gestão terceirizada sejam objeto de análise prévia por parte do administrador[7] para verificar o respeito à política de investimento do fundo. Quando a gestão é terceirizada, esta análise prévia é função fundamental do gestor[8] que tem o poder de escolher e negociar ativos para a carteira do fundo, emitindo as ordens de compra e venda dos mesmos, conforme se depreende da redação do artigo 56, §2º, da Instrução CVM nº 409;
- Com relação à alegação da Defesa de que o art. 65, XIII não seria aplicável ao gestor de fundo de investimento, somente ao administrador, é importante esclarecer que apesar do **caput** do artigo fazer referência apenas ao termo “administrador”, a interpretação deve ser feita de forma sistemática. Não seria lógico exigir apenas do administrador do fundo a observância dos limites por emissor e por modalidade de ativo financeiro, quando é o gestor que, primeiramente, compra e vende tais ativos. Neste sentido, o gestor é o responsável inicial pela escolha de tais ativos. Assim, entende que a obrigação de observar as disposições constantes do regulamento e do prospecto do fundo de investimentos é comum a ambos;
- o fato do PREVTRUST ser destinado a investidores superqualificados não gera direito ao descumprimento dos limites estabelecidos no regulamento do Fundo. Nesta linha, o parágrafo único do art. 110-B[9] da Instrução CVM nº 409/04 é muito claro ao dispor sobre a necessidade de se respeitar a política de investimento do fundo;
- considerando que o PREVTRUST e o MASTER I eram geridos pela AGGREGA e administrados pela Mellon, havia sim a obrigação de consolidar as aplicações dos mesmos. Isto porque consoante o art. 115-A[10] da Instrução CVM nº 409/04, os fundos de investimento em cotas apenas não tem esta obrigação quando as carteiras forem geridas por terceiros não ligados ao administrador;
- Mesmo se a carteira do MASTER I fosse gerida por gestor não ligado à Mellon ou à AGGREGA, a consolidação ainda seria obrigatória, em razão do disposto no § 2º do artigo 115-A. O referido enunciado estabelece mais uma condição para que possa ser dispensada a obrigação de consolidar os investimentos, qual seja, que a política de investimento dos fundos destinados exclusivamente para investidores qualificados não permita o investimento em cotas de fundos. Não há dúvidas de que o PREVTRUST não contava com tal restrição;
- O argumento de que “os cotistas do PREVTRUST e demais participantes de mercado sempre convalidaram a política de gestão de sua carteira” também não deve prosperar. O fato dos cotistas terem acatado as decisões tomadas pelo administrador não dá ensejo ao descumprimento do regulamento do fundo, que é sua lei máxima, devendo ser respeitado em sua integralidade;
- A inobservância do limite imposto resultou em impactos negativos para a carteira do fundo (Fato

Relevante de 16/04/2012), uma vez que, por conta de perda lançada na carteira do Coral FIDIC Multisetorial, o patrimônio líquido do Fundo sofreu, no fechamento de 11/04/2012, impacto negativo de 42,64%.

8. Com relação à responsabilidade pelas infrações, consignou que a Aggrega e seu Diretor Responsável, José Antonio Pinto, respondem pelas infrações apontadas no Termo de Acusação. A responsabilidade do diretor estaria caracterizada na medida em que não foi diligente em relação ao cumprimento do regulamento do fundo (em linha com decisões anteriores do Colegiado da CVM^[11]).

9. Assim, decidiu a CVM pela aplicação da pena de MULTA, com base no art. 11, inciso II, c/c o § 1º, inciso I, da Lei nº 6.385/76, nos seguintes valores:

- R\$ 300.000,00 (trezentos mil reais) à Aggrega Investimentos Ltda., pela infração ao art. 65, inciso XIII, c/c o art. 65-A, inciso I, e art. 88 da Instrução CVM nº 409/04;
- R\$ 300.000,00 (trezentos mil reais) a José Antonio Pinto, pela infração ao art. 65, inciso XIII, c/c o art. 65-A, inciso I, e art. 88 da Instrução CVM nº 409/04.

IV. Recurso Voluntário

10. Devidamente intimados em 29.12.2014 e 07.01.2015 (fls. 483/484), os acusados apresentaram, tempestivamente, recurso voluntário em 27.02.2015 (fls. 493/527), reproduzindo essencialmente os argumentos de defesa, e acrescentando que:

- Não há qualquer ilicitude no modelo de investimento que utiliza fundos de cotas e um fundo “master”;
- Os cotistas eram investidores superqualificados, o que permite extrapolar os limites de concentração. Estes limites foram estabelecidos pela norma para proteção dos investidores não qualificados, que não possuem conhecimento do mercado de capitais;
- O regulamento do PREVTRUST sempre foi seguido e respeitado nos investimentos diretos;
- Em 12.03.2012, os cotistas aprovaram a incorporação do PREVTRUST FIC pelo FIRF MASTER, que não possui limite de investimentos para cotas de FIDC, ratificando os investimentos realizados^[12];
- Os fatos sobre o fundo eram publicados no *website* da CVM, sem que houvesse qualquer reclamação ou apontamento por parte dos cotistas ou do próprio órgão regulador. Contudo, em comportamento contraditório – o que é vedado em nosso sistema – procedeu com a acusação e posteriormente com a condenação dos recorrentes;
- A acusação de desenquadramento indireto representa uma grave restrição regulatória a investimentos de cotistas superqualificado através de FICs, gerando uma séria instabilidade no próprio mercado de capitais;
- Houve aditamento do termo de acusação, ou seja, em um primeiro momento a CVM imputou aos recorrentes certos dispositivos e depois imputou outros, demonstrando dubiedade, inconsistência e incerteza na indicação das normas, o que macula o princípio da legalidade;
- Esta incerteza é fruto da falta de clareza na Instrução CVM nº 409/04 e de suas sete atualizações. Destaque para o *error in procedendo* legislativo da Instrução CVM 456 que alterou diversos dispositivos da Instrução CVM nº 409/04, sem que houvesse audiência pública, culminando na ausência de debate com a sociedade civil, com o mercado financeiro e com a comunidade jurídica;
- O artigo 115-A restringe que um investidor superqualificado tenha a liberdade de investir mais de 20% em FIDC através de um FIC. Essa limitação não era contemplada até a Instrução CVM nº 456/07 (a bem da verdade, não o é ainda hoje), motivando grave incerteza jurídica que influencia na

constituição e no acompanhamento do fundo;

- A Instrução CVM n° 409/04 não traz regra específica que obrigue expressamente os fundos de investimento em cotas a consolidarem suas carteiras, não se podendo admitir que seja feita uma interpretação a *contrario sensu* ou a maior da dispensa contida no art. 115-A, no sentido de criar, para o PREVTRUST, a obrigação de consolidação de suas aplicações, pelo fato de compartilhar com os fundos investidos o administrador e o gestor;
- A obrigação de verificar o enquadramento era do BNY Mellon, administrador do fundo, quem estruturou, distribuiu e monitorou o fundo. A Aggrega só fazia a gestão. Neste sentido, o BNY Mellon enviou durante o transcurso do fundo, relatórios mensais informando que o mesmo estava perfeitamente enquadrado (fls. 184 e seguintes), fazendo o gestor presumir *juri et de jure* que o investimento estava adequado;
- Pelo exposto, também não há que se falar em desrespeito ao dever de diligência pelos recorrentes, nos termos do artigo 65-A, I, da Instrução CVM n° 409/04;
- Caso o Conselho entenda por manter a responsabilidade dos recorrentes, a pena deve ser revertida a advertência ou minorada, considerando: (i) o princípio da proporcionalidade, o administrador foi condenado apenas em advertência; (ii) o princípio da razoabilidade, o valor de R\$300 mil é exagerado, considerando que não houve má-fé; (iii) ocorrência da interpretação *malam partem*; (iv) aplicação aplicação do *in dubio pro reu*, diante da controvérsia instalada sobre a regulamentação vigente^[13]; (v) a primariedade dos recorrentes; (vi) a incidência de penas para a gestora e seu diretor, pois quando existe uma estrutura reduzida, há confusão entre a sociedade e seu diretor, resultando em *bis in idem*; e (vii) o caráter pedagógico da pena;
- Por fim, são citados alguns precedentes favoráveis, Acórdãos CRSFN n° 3206/2001, 2990/2000 e 11199/13, e o PAS RJ-32005-9245 (absolvição).

11. Em 19.10.2015, os recorrentes apresentaram nova manifestação (fls. 565/599) com objetivo de contribuir com elementos para convicção dos julgadores, informando não se tratar de inovação recursal, reiterando as razões e os pedidos anteriores.

V. Tramitação no CRSFN

12. Sob o n° 14.215, o Recurso Voluntário foi autuado em 19.05.2015 (fl.559) e seguiu, nos termos do art. 11 do Regimento Interno do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, para exame e manifestação da Procuradoria-Geral da Fazenda Nacional na mesma data (fl. 564).

13. Contudo, tendo em vista a alteração do Regimento do CRSFN decorrente do Decreto n.º 8.652/2012, os autos retornaram ao CRSFN e foram sorteados a esta relatora na 389ª Sessão de Julgamento, realizada em 29.03.2016 (fls. 771/772).

14. Após este sorteio, em 13.08.2016 (fls. 773/777), os recorrentes protocolaram o pedido de impedimento desta relatora e de seu suplente, com fulcro no art. 18, II, do Regimento Interno, pois por atuarem na CVM, teriam interesse no resultado do processo.

É o relatório.

Adriana Cristina Dullius – Conselheira Relatora.

[1] Termo de Acusação aditado, após sugestões efetuadas pela Procuradoria da CVM (fls. 80/85).

[2] Art. 87, inciso I, alínea 'd'.

[3] Art.8º – O FUNDO mantém, no mínimo, 95% (noventa e cinco por cento) de seu patrimônio investido em cotas de fundos de investimento da classe renda fixa.

(...)

Parágrafo Sexto – O FUNDO pode investir até o limite de 20% (vinte por cento) de seu patrimônio líquido, em cotas de fundos de investimento imobiliário, de fundos de investimento direitos creditórios e de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento em direitos creditórios (fls. 11 e 12).

[4] Art. 65. Incluem-se entre as obrigações do administrador, além das demais previstas nesta Instrução:

(...)

XIII – observar as disposições constantes do regulamento e do prospecto;

[5] Art. 65 –A. O administrador e o gestor estão obrigados a adotar as seguintes normas de conduta:

I – exercer suas atividades buscando sempre as melhores condições para o fundo, empregando o cuidado e a diligência que todo homem ativo e probo costuma dispensar à administração de seus próprios negócios, atuando com lealdade em relação aos interesses dos cotistas e do fundo, evitando práticas que possam ferir a relação fiduciária com eles mantida, e respondendo por quaisquer infrações ou irregularidades que venham a ser cometidas sob sua administração ou gestão;

[6] *“os Requerentes receberam intimação em um sentido, sendo assinalada suposta violação a determinados artigos da ICVM 409/04, quais seja, os artigos 65, XIII, 65-A, I, e artigo 88, enquanto que no presente procedimento administrativo sancionador sofre imputações em sentido diverso, com a indicação somente do artigo 65, inciso XIII, da mesma norma”*

[7] No julgamento do administrador do PREVTRUST ficou consignado o entendimento de que o administrador é o vigia do cotista em relação aos atos praticados pelo gestor, sem prejuízo de suas outras atribuições.

[8] Quando do julgamento do administrador do fundo, foi colocado que: *“em se tratando de fundo com gestão terceirizada, compete ao gestor verificar, antes de realizar operações em nome do fundo, a adequação das mesmas à política do fundo, seu regulamento, e aos limites impostos pela Instrução CVM nº 409/04, e ao administrador de realizar essa mesma verificação, a posteriori”*.

[9] *“Art. 110-B Os regulamentos dos fundos de que trata este Capítulo que exijam investimento mínimo, por investidor, de R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais), poderão prever:*

I – a não observância dos limites de concentração por emissor e por modalidade de ativo financeiro estabelecidos nos artigos 86 e 87; e

II – a aplicação ilimitada de recursos no exterior, hipótese em que o fundo deverá acrescentar à sua denominação a expressão “Investimento no Exterior”.

Parágrafo único. O uso de qualquer das faculdades previstas nos incisos I e II do caput não dispensa o fundo de observar a classificação de que trata o artigo 92 e de manter sua carteira adequada a tal classificação e à sua política de investimento”.

[10] Art. 115-A. Os fundos de investimento em cotas não serão obrigados a consolidar as aplicações em cotas de fundos de investimento permitidos por esta Instrução cujas carteiras sejam geridas por terceiros não ligados ao administrador ou ao gestor do fundo investidor.

§ 1º Caso a política de investimento de algum dos fundos investidos permita que o limite previsto no art. 98 seja excedido, a política de investimento do fundo investidor deverá detalhar os mecanismos que serão adotados para mitigar o risco de extrapolação do limite de que trata o art. 98, ou, alternativamente, adotar as medidas dos incisos I a III daquele artigo.

§ 2º Para a utilização da faculdade de que trata o caput, a política de investimento dos fundos de investimentos em cotas destinados para investidores qualificados não deverá permitir o investimento em cotas de fundos de que trata o art. 110-B.

[11] Processo Administrativo Sancionador (PAS) CVM nº RJ-2005-8510, sessão do dia 04/04/2007,

entendeu que o diretor responsável é “...pessoa que existe na regulamentação exatamente para assegurar em nome da pessoa jurídica, que evidentemente não tem vontades, que as normas aplicáveis sejam por ela respeitadas.”

PAS CVM nº RJ-2010-9129, julgado em 9/08/2011: 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”.

[12] Os cotistas ratificaram as decisões de investimento em 12.03.2012 e 10.12.2013

[13] Em linha com o disposto no Acórdão CRSFN nº 8726/09.



Documento assinado eletronicamente por **Adriana Cristina Dullius Britto, Conselheiro Relator**, em 04/09/2017, às 17:12, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



A autenticidade deste documento pode ser conferida no site http://sei.fazenda.gov.br/sei/controlador_externo.php?acao=documento_conferir&id_orgao_acesso_externo=0, informando o código verificador **0075862** e o código CRC **889CB8A1**.



MINISTÉRIO DA FAZENDA
CONSELHO DE RECURSOS DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL

Processo Nº: 10372.000190/2016-66

Recurso CRSFN: 14215

Número na Origem: RJ2012/6987

Relator: Adriana Cristina Dullius

DESPACHO

1. Quanto à alegação de que haveria impedimento em minha atuação no presente feito (ou em qualquer outro que tivesse como autoridade prolatora da decisão a Comissão de Valores Mobiliários) por ter interesse no resultado do processo por atuar na CVM, considero imprescindível tecer algumas considerações.

2. Inicialmente, não vislumbro a possibilidade de interpretação do art. 18, inc. II, do Regimento do CRSFN tal como proposta pela defesa, uma vez que a definição de interesse econômico ou financeiro, direto ou indireto, na causa é definida no § 3º do mesmo artigo, que assevera a existência de interesse

econômico ou financeiro quando o “Conselheiro ou o Procurador da Fazenda Nacional encarregado de se manifestar nos autos tenha percebido, entre a data do julgamento e os dois anos anteriores à interposição do recurso ou do pedido de revisão, remuneração do sujeito passivo ou de seu representante na causa”.

3. Ora, quando a norma menciona o sujeito passivo, refere-se, de fato, ao sujeito do processo administrativo sancionador, ou seja, aquele que sofre a perseguição na esfera administrativa e que é, portanto, o sujeito passivo do processo administrativo sancionador. Descabida, portanto, a insurgência do recorrente.

4. Extrapolando o argumento dos recorrentes ao limite, nenhum procurador ou conselheiro indicado pelo poder público poderia participar de qualquer julgamento do CRSFN, uma vez que todos nós, em última instância, recebemos nossas remunerações da União Federal e, conseqüentemente, estaríamos impedidos. Evidentemente, não é essa a intenção do dispositivo legal.

5. Ademais, ainda que eu tenha sido indicada como representante da Comissão de Valores Mobiliários para a composição do CRSFN, lembro que, após a indicação, todos os conselheiros tem total liberdade para em sua atuação, não havendo qualquer obrigatoriedade de manutenção do posicionamento exarado pela autarquia na decisão recorrida.

6. Não vislumbro, portanto, a existência de elementos que me levem à conclusão de que estou impedida para atuar como relatora no presente feito, pelas razões acima elencada, que devem ser objeto de consideração por este órgão Colegiado.

Brasília, 18 de outubro de 2018.

Adriana Cristina Dullius - Conselheira Relatora



Documento assinado eletronicamente por **Adriana Cristina Dullius Britto**, **Conselheiro(a)**, em 21/12/2018, às 16:58, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



A autenticidade deste documento pode ser conferida no site http://sei.fazenda.gov.br/sei/controlador_externo.php?acao=documento_conferir&id_orgao_acesso_externo=0, informando o código verificador **1459583** e o código CRC **80166EA7**.



MINISTÉRIO DA FAZENDA
CONSELHO DE RECURSOS DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL

RECURSOS VOLUNTÁRIOS

RECORRENTES: AGGREGA INVESTIMENTOS LTDA.

JOSÉ ANTÔNIO PINTO

RECORRIDO: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

RELATORA: ADRIANA CRISTINA DULLIUS

EMENTA: RECURSOS VOLUNTÁRIOS. CVM. Desrespeito ao regulamento de Fundos de Investimento quanto aos limites impostos à aquisição de ativos. Impossibilidade de flexibilização dos limites de norma ou de regulamento por se tratar de fundo destinado a investidores superqualificados. Recursos desprovidos.

VOTO DO RELATOR

1. Conforme relatado, o Colegiado da CVM, em 18.11.2014, decidiu por unanimidade, nos termos do voto da Diretora Ana Novaes (fls. 234/272), aplicar aos acusados Agrega Investimentos Ltda. e José Antonio Pinto, individualmente, a pena de multa pecuniária de R\$ 300.000,00 (trezentos mil reais), pela infração ao art. 65, inciso XIII, c/c o art. 65-A, inciso I, e art. 88 da Instrução CVM nº 409/04.

2. Compulsando o feito, observo que a Superintendência de Relações com Investidores Institucionais (SIN) verificou a prática de irregularidades no PREVTRUST em janeiro de 2012, que foram objeto do termo de acusação formulado em 06.08.2012. Depois da intimação para a apresentação de defesa em 17 e 20.08.2012, a decisão da CVM foi prolatada em 18.11.2014 e foi cientificada às partes em 29.12.2014 e 07.01.2015. Interposto recurso em 27.02.2015, foi o feito remetido ao CRSFN em 19.05.2015 e, na mesma data, encaminhado à PGFN; tendo em vista a alteração do Regimento do CRSFN, os autos foram devolvidos em fevereiro de 2016 e sorteados a esta relatora em 29.06.2016.

3. Não se vislumbra, portanto, a ocorrência de prescrição – ordinária ou intercorrente.

4. Ressalto, finalmente, o meu posicionamento de que a devolução do feito pela PGFN em fevereiro de 2016 e a distribuição do feito a esta Conselheira em 29.03.2016, decorrente da alteração do Regimento do CRSFN, são causas de interrupção da prescrição intercorrente, conforme jurisprudência deste Conselho (Recurso n.º 13583).

5. Passo à análise do mérito.

MÉRITO

6. Entendo que não há nenhum reparo a fazer na decisão proferida pelo Colegiado da CVM, eis

que foi documentalmente comprovado que 95% do patrimônio do PREVTRUST (fundo de renda fixa) estava investido em cotas do Fundo de Investimento Renda Fixa Crédito Privado Portfólio MASTER I ("MASTER I"), que, por sua vez, tinha cerca de 70% de seu patrimônio investido em cotas de um fundo de direitos creditórios (Coral FIDC Multissetorial).

7. Não resta, portanto, qualquer dúvida de que foi desrespeitado expressamente o art. 87, inciso I, alínea 'd', da Instrução CVM n.º 409/04 e o art. 8º, § 6º, do Regulamento do Fundo, *in verbis*:

Art.8º – O FUNDO mantém, no mínimo, 95% (noventa e cinco por cento) de seu patrimônio investido em cotas de fundos de investimento da classe renda fixa.

(...)

Parágrafo Sexto – O FUNDO pode investir até o limite de 20% (vinte por cento) de seu patrimônio líquido, em cotas de fundos de investimento imobiliário, de fundos de investimento direitos creditórios e de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento em direitos creditórios (fls. 11 e 12).

8. De outra feita, o argumento de que seria possível a flexibilização de tais limites por se tratar de fundo destinado a investidores superqualificados não é apto a modificar o entendimento adotado pela CVM. Ora, o objetivo do regulador ao estabelecer, na Instrução CVM n. 409/04, a possibilidade de criação de diferentes espécies de fundos, com limites determinados para aplicações em ativos específicos, e admitir que os Regulamentos dos fundos estabeleçam seus limites em investimentos a serem realizados, é possibilitar ao investidor a adequada avaliação dos riscos a que estariam sujeitos com base na escolha da modalidade do veículo de investimento.

9. Esse é o aspecto que deve, em minha opinião, ser enfatizado no presente caso: quando é criado um fundo de investimento de determinada espécie, que, de acordo com seu regulamento, atuará de uma determinada maneira e seguindo determinados limites, esses são os elementos que serão considerados pelo investidor em sua escolha de investimento. São esses os elementos de que o investidor dispõe para mensurar o risco a que pretende se sujeitar; em outras palavras, se o investidor visasse investimentos com grau de risco diferenciado, ele optaria por investir em outra modalidade de fundo de investimento (ou mesmo em outro valor mobiliário).

10. Assim, por ter sido adotada a modalidade de Fundo de Investimento em Renda Fixa, o que se entende é que os investidores (mesmo que superqualificados) estão optando por se sujeitar aos limites de risco nos termos estabelecidos pela norma e delimitados pelo próprio regulamento do Fundo.

11. Não vejo como relevante para o deslinde da causa, ademais, o fato de que o PREVTRUST teria sido incorporado ao MASTER e que, de acordo com os recorrentes, isso consistiria em uma ratificação dos cotistas aos investimentos realizados. Isso porque, como repetidamente asseverado neste Conselho, atos posteriores realizados pelos acusados, ainda que de ratificação, não são aptos a descaracterizar a ilegalidade de uma conduta perfectibilizada em um momento específico do tempo (exceto se a possibilidade de ratificação for expressamente prevista em lei, o que não é o caso). Tais atos poderiam, no máximo, ser considerados para fins de dosimetria da pena.

12. Da mesma forma, não há qualquer dúvida quanto à ausência de consolidação de aplicações em cotas de fundos de investimento realizadas por fundo de investimento nos termos definidos no art. 115-A da Instrução CVM 409/04, uma vez que, como muito bem demonstrado pela decisão recorrida, a Aggrega era a gestora de ambos os fundos e, conseqüentemente, tinha de cumprir o disposto na legislação. Como não foi apontado, pelo recorrente, qualquer argumento que afaste tal responsabilização, entendo que este é mais um elemento que justifica a condenação do gestor.

13. Portanto, quanto à materialidade das infrações, sem descuidar das observações acima, adoto as razões de decidir da decisão de primeira instância, nos termos do art. 50, § 1º, da Lei n.º 9.784/99.

14. Quanto aos elementos de autoria, destaco, inicialmente, que, apesar do *caput* do artigo 65 da Instrução CVM n.º 409/04 fazer referência apenas ao termo “administrador”, a interpretação deve ser feita de forma sistemática. Afinal, não seria lógico exigir apenas do administrador do fundo de investimentos a observância dos limites por emissor e por modalidade de ativo financeiro, quando é o gestor que decide a compra e a venda de tais ativos (responsável, portanto, pela sua escolha), razão pela qual a obrigação de observar as disposições constantes do regulamento e do prospecto do fundo de investimentos é comum a ambos.

15. Outrossim, afasto a alegação da defesa de que a atuação do administrador seria mais significativa do que a do gestor na fiscalização do enquadramento dos fundos, uma vez que esta avaliação deve ser realizada no caso concreto. Afinal, a dinâmica nas relações entre administrador e gestor, com a maior ingerência de um ou do outro na escolha dos ativos que farão parte da carteira do fundo, é própria de cada um dos fundos de investimento, nos termos de seus regulamentos.

16. No caso concreto, ainda que a Mellon tenha assumido a obrigação, pelo menos sob o ponto de vista formal, de supervisionar a escolha dos ativos que serão adquiridos pelo gestor, observou-se que, na verdade, a escolha dos ativos competia à Aggrega. Exatamente por isso, menciono o posicionamento adotado no julgamento da atuação da administradora, que pode ser utilizado no presente julgamento por ter sido expressamente referido nas razões recursais (não pode, portanto, ser alegado o desconhecimento de seu inteiro teor), e que delimita com precisão a relação existente entre Mellon e Aggrega, *in verbis*:

10. Não é razoável exigir que todas as transações e os ativos de cada fundo com gestão terceirizada sejam objeto de análise prévia por parte do administrador para verificar o respeito à política de investimento do fundo. Entendo que quando a gestão é terceirizada, esta análise prévia é função fundamental do gestor, o qual também é administrador registrado nesta autarquia.

(...)

12. Embora o contrato entre administrador e gestor possa condicionar a realização de determinadas operações à prévia aprovação do administrador, essa não é prática comum para os fundos regulados pela Instrução CVM nº 409/04. Nada mais natural, uma vez que tal prática burocratizaria a gestão da carteira do fundo e, em certa medida, contraria a própria lógica de terceirizar a gestão de carteira, que visa ganhos de eficiência decorrentes de uma maior especialização de funções. O administrador, naturalmente, não está desobrigado de verificar o enquadramento dos fundos cuja gestão foi terceirizada, mas para preservar o funcionamento eficiente do fundo, essa fiscalização é feita a posteriori.

(...)

14. (...) Independentemente da dinâmica entre administrador e gestor, o administrador é sempre responsável por fiscalizar os atos do gestor, inclusive mediante o controle (a posteriori) da composição da carteira e de seu enquadramento à política de investimento do fundo e às regras aplicáveis. Nos casos em que a gestora procura o administrador, é também importante que o administrador se certifique de quem ele está “contratando” como gestora, fazendo uma análise criteriosa da gestora e de seu histórico de atuação no mercado.

17. Reitere-se, pois, que ficou consignado o entendimento da Relatora (com a qual concordo integralmente) de que os elementos probatórios demonstram que a efetiva decisão na escolha dos ativos caberia à Aggrega, apesar de existir a previsão de um acompanhamento da Mellon nesta aquisição. Assim, justificar-se-ia a imposição de uma penalidade menor à administradora (Mellon) do que à gestora (Aggrega).

18. Outro aspecto particular do caso concreto é que a Aggrega era a gestora de todos os fundos que são objeto de análise, razão pela qual entendo que esta dispunha de todos os elementos para que pudesse ter efetiva ciência dos desenquadramentos irregulares. Ora, ainda que exista uma especialização dentro da gestora quanto às modalidades de fundos de investimento, não se pode desconsiderar que a Aggrega era a responsável pela consolidação das aplicações do fundo e pela escolha dos ativos que seriam objeto de

aquisição. Portanto, não é admissível que a gestora, nesse caso, possa se eximir de responsabilidade por não ter mecanismos internos de controle.

19. Portanto, como foi comprovada a irregularidade e não foi negado, em nenhum momento, que a Aggrega era a gestora do PREVTRUST, não tendo sido acostados em sede recursal quaisquer elementos que modifiquem tal entendimento, concluo que foi acertada a imputação da prática de irregularidades à Agrega e seu diretor responsável, José Antônio Pinto.

20. Quanto aos dados trazidos pelo advogado depois da apresentação do recurso voluntário, saliento que as informações sintéticas sobre o possível desenquadramento de grande parte dos fundos de investimento brasileiros foram apresentadas, em sede de memoriais, em 11.10.2018 (véspera de feriado). Entretanto, documentação muito mais robusta foi acostada aos autos em 16.10.2018, às 17h10min, ou seja, menos de 48 (quarenta e oito) horas antes do início na presente sessão.

21. Entretanto, ainda que eu entenda que a existência de irregularidades em outros fundos não seja apta a afastar qualquer responsabilidade imputada aos recorrentes no caso concreto, o que afastaria de pronto a argumentação defensiva, considero importante tecer algumas considerações sobre os fatos trazidos em tribuna e acostados aos autos.

22. Destaco, inicialmente, que os dados em comento correspondem a uma "fotografia" de uma determinada data, escolhida aleatoriamente pelo recorrente, não refletindo, portanto, a situação dinâmica vivenciada pelos fundos de investimento, que, diariamente, realizam operações de compra e venda de ativos (ativos esses que cujos preços igualmente oscilam constantemente).

23. De outra feita, é impossível, em apenas um dia útil, realizar a análise do enquadramento dos ativos de, aproximadamente, mil fundos de investimento, para a qual seria necessária a análise não apenas da legislação quanto do Regulamento de cada um deles. Entretanto, saliento que atribuo parcela significativa do alto número de ocorrências mencionadas ao fenômeno do "desenquadramento aparente", ou seja, hipóteses excepcionais mencionadas na Instrução CVM n.º 555/14 (norma em vigor no momento em que as informações apresentadas pelo recorrente foram coletadas). Menciona-se, a título de ilustração, alguns exemplos:

- Excesso em ativos lastreado em Ações, respaldado pelo art. 117, § 2º, que se reporta ao inciso I do § 1º do art. 115;
- Art. 103, § 1º - fundos de investimento previstos na Seção VI do Capítulo IX da Instrução podem ultrapassar o limite de que tratam as alíneas "a", "b" e "h" do inciso I do art. 103, desde que atendam ao disposto nos arts. 120 e 121 da mesma norma;
- Art. 101, § 2º - aplicações em ativos financeiros no exterior não são cumulativamente consideradas no cálculo dos correspondentes limites de concentração por emissor e modalidade de ativos financeiros aplicáveis aos ativos doméstico;
- Art. 119, § 6º - FICs RF e Multimercado podem investir, desde que previsto em seu regulamento, "até o limite de 20% do PL, em cotas de FII, de FIDIC e FICFIDC" (inc. I); e
- Art. 102, § 1º - Patrimônio separado, com cada termo de securitização constituindo patrimônio distinto, sendo considerado como um único emissor.

24. Note-se, ainda, que o desenquadramento de carteira é um dos critérios avaliados na Supervisão Baseada em Risco implementada pela CVM, sob a designação de risco de "Não observância das regras de composição da carteira dos Fundos 555". Entretanto, não foram vislumbrados desenquadramentos irregulares em montante tão expressivo como o mencionado pelo recorrente, uma vez que, de acordo com informação obtida junto à área técnica, cerca de 95% dos desenquadramentos se amoldariam às hipóteses de

desenquadramento aparente.

25. Entretanto, os dados apresentados em sessão devem ser encaminhados à Comissão de Valores Mobiliários, que os avaliará com a devida profundidade na Superintendência de Investidores Institucionais, área responsável pelo acompanhamento dos fundos de investimento.

26. Quanto à dosimetria da pena, saliento que, apesar dos julgamentos envolvendo Mellon e Aggrega dizerem respeito ao mesmo desenquadramento, estamos tratando da avaliação da atuação de personagens com deveres e responsabilidades distintos, razão pela qual as penalidades podem ser fixadas em patamares igualmente distintos. Destaco, desde logo, que não considero a penalidade de advertência imposta à Mellon como a mais adequada; sua imposição, entretanto, não me obriga a diminuir a penalidade da Aggrega, que, como anteriormente mencionado, era a efetiva responsável pela aquisição dos ativos que geraram o desenquadramento, em uma situação em que os cotistas foram bastante prejudicados (praticamente todos os direitos creditórios adquiridos provinham da mesma origem e sofreram abrupta depreciação decorrente de recuperação judicial).

27. Observo que, em pesquisa realizada nos precedentes da CVM, constatei que a penalidade fixada no PAS CVM RJ RJ2012/6987 à Mellon (advertência) discrepa de grande parte dos precedentes que tratam de desenquadramentos, diretos ou indiretos, de fundo de investimento. De sete precedentes encontrados, apenas um - RJ-2011-4517 - fixou penalidade de advertência. Os demais fixaram penalidade de multa, em valores aproximados aos do presente feito (RJ 2010-1088, RJ 2012-12202, RJ2007-2966 e RJ 2012-4472), uma multa muito superior (RJ 2014-3624) e uma inabilitação (2009-9443).

28. Assim, considero plenamente adequados os valores de multa aqui fixados, pois se encontram em consonância com os precedentes acima. Ademais, são adequados se levarmos em conta que se trata de desenquadramento que se manteve por um período muito longo (cerca de, pelo menos vinte meses), que gerou prejuízo aos cotistas, por exposição a risco indevido (prejuízo que, até o presente momento, não foi revertido, em que pese tenha sido afirmado pelo recorrente que estão sendo adotadas medidas neste sentido), e ao fato de que era, como o próprio nome demonstra, um fundo de investimento PREVIDENCIÁRIO de renda fixa, ou seja, destinado à captação de fundos de pensão como investidores, considero que a pena fixada atende aos critérios da razoabilidade e da proporcionalidade.

29. Diante do exposto, voto por:

1. com relação à recorrente AGGREGA INVESTIMENTOS LTDA., por irregularidades na gestão de recursos de terceiros, **negar provimento ao recurso**, mantendo a penalidade de multa pecuniária no valor de R\$300.000,00 (trezentos mil reais);
2. com relação ao recorrente JOSÉ ANTÔNIO PINTO, por irregularidades na gestão de recursos de terceiros, **negar provimento ao recurso**, mantendo a penalidade de multa pecuniária no valor de R\$300.000,00 (trezentos mil reais).

É o voto.

Adriana Cristina Dullius – Conselheira Relatora.



Documento assinado eletronicamente por **Adriana Cristina Dullius Britto, Conselheiro(a)**, em 05/12/2018, às 18:49, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



A autenticidade deste documento pode ser conferida no site



**MINISTÉRIO DA FAZENDA
CONSELHO DE RECURSOS DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL**

Recurso 14215

Processo 10372.000190/2016-66

Processo na primeira instância CVM RJ2012/6987

Relator: ADRIANA CRISTINA DULLIUS

DECLARAÇÃO DE VOTO DO CONSELHEIRO CARLOS PORTUGAL GOUVÊA

1. Sigo integralmente o excelente voto da Conselheira relatora, tanto nos aspectos preliminares, quanto no mérito. Contudo, gostaria de complementar com algumas considerações a respeito da governança corporativa de fundos de investimento que impactam na proporcionalidade das penalidades aplicadas.
2. Dentre os principais argumentos trazidos pelos Recorrentes, tanto em sua defesa, quanto em seu recurso, está o de que era de responsabilidade da instituição administradora dos fundos de investimento e da CVM fiscalizarem e assegurarem que o fundo gerido estaria regularmente enquadrado, nos termos da legislação e de seu regulamento. Argumentam os Recorrentes que acreditaram que o fundo estaria regular com base em relatórios periódicos fornecidos pela administradora do fundo, que, durante os 20 (vinte) meses nos quais o fundo permaneceu desenquadrado, não apresentaram qualquer manifestação a respeito da irregularidade – inclusive por parte da auditoria independente.
3. Como já me manifestei em outros recursos, em especial no Recurso 14.419, é essencial para o bom funcionamento do mercado que as responsabilidades de cada um dos agentes atuantes nos fundos de investimento sejam bem definidas.
4. Nessa linha, as manifestações dos Recorrentes, no sentido que o gestor seria responsável tão somente pela escolha dos ativos da carteira, é uma visão incompleta das atividades de gestão de acordo tanto com a legislação, quanto com as melhores práticas de governança corporativa de fundos de investimento.
5. Conforme dispõe o §2º do Art. 56 da Instrução CVM 409/2004 (“ICVM 409”), a gestão de carteira de fundos de investimento compreende a gestão dos ativos financeiros integrantes da carteira, tendo o gestor poderes para negociar tais ativos no limite da legislação e do regulamento. Verifica-se que o termo “negociar” não se limita apenas à aquisição, mas engloba também a venda dos ativos da carteira – e a *contrario sensu*, sua manutenção, isto é a decisão de não negociar o ativo naquele momento. Tal dispositivo, associado ao Art. 88 do mesmo normativo, o qual prevê a responsabilidade do gestor (e também do administrador) pela observância dos limites de concentração por emissor e por modalidade de ativo financeiro, leva à conclusão de que o papel do gestor nos fundos de investimento não se limita à seleção de ativos, mas abrange também o monitoramento da adequação desses ativos ao regulamento e à legislação ao longo da vida do fundo, conforme a dinâmica inerente ao mercado. Em outras palavras, é papel

fundamental do gestor tomar a decisão de investimento, manutenção e desinvestimento dos ativos do fundo em absoluto respeito à legislação e ao regramento de cada fundo. Fica evidente, então, que o gestor é o primeiro responsável pela avaliação do cumprimento ou não das regras de enquadramento.

6. Aliás, vale frisar que a insistência dos Recorrentes em apresentar o argumento de que incorreram em erro quanto à existência do desenquadramento diante da falta de alerta do administrador e da CVM, sem trazer aos autos evidências sobre a existência de qualquer esforço de sua parte em monitorar o enquadramento da carteira do fundo demonstra, na verdade, a carência de tais sistemas do gestor para prevenir irregularidades deste tipo.

7. Ou seja, o argumento dos Recorrentes de que se fiavam exclusivamente na avaliação de enquadramento do administrador é, na verdade, uma efetiva confissão de culpa.

8. A regulamentação é clara sobre o dever de zelar pelo enquadramento do fundo ser do gestor. Ao administrador, tendo, então, delegado a atividade de gestão, cabe a supervisão sobre o enquadramento do fundo, na medida em que o gestor negocia os ativos da carteira de investimentos. Trata-se, portanto, de uma obrigação dividida, mas coordenada, na qual o gestor tem a obrigação de cumprir o enquadramento em primeiro grau, e o administrador tem a função de supervisionar o enquadramento em segundo grau.

9. Não poderia ser diferente. O objetivo da legislação, por óbvio, é que não ocorra o desenquadramento e, por isso, cria um duplo grau de conferência dos limites de investimento, para que seja assegurado ao investidor que seus recursos estão empregados nos termos acordados. De tal forma, é evidente que a obrigação primordial deve ser do gestor, uma vez que seu erro é capaz de comprometer diretamente o cumprimento da política de investimento do fundo. Ou seja, o primeiro guardião do adequado enquadramento dos investimentos sempre será o gestor. Ao argumentar de forma contrária, os Recorrentes confessaram que efetivamente descumpriram com a regulação e com as melhores práticas de governança corporativa de fundos de investimentos.

10. Também é preciso afastar o argumento trazido pelos Recorrentes em seus memoriais de que mais de 90% (noventa por cento) dos FICRF do mercado estaria desenquadrado e o entendimento adotado pela CVM em primeira instância representaria um risco sistêmico ao mercado. Como prova, os Recorrentes valeram-se de dados agregados por eles próprios, retirados de fontes públicas para demonstrar a suposta irregularidade.

11. Acontece que a análise do enquadramento das carteiras dos fundos só pode ser feita caso a caso, observando-se os aspectos individuais previstos nos respectivos regulamentos de cada um dos fundos, uma vez que, a regulação permite que um fundo não só tenha limites superiores àqueles previstos nas normas da CVM, mas também que afaste tais limites, em alguns casos específicos.

12. Conforme mencionado pela Conselheira Relatora, a utilização de dados agregados pode levar a percepção equivocada da existência de desenquadramentos que não existem, ou que são apenas momentâneos e não irregulares. Por isso, não me parece possível – nem mesmo razoável – acolher tal alegação dos Recorrentes, tendo em vista a falta de maiores informações no processo que possam corroborar com tal alegação.

13. Aliás, trata-se de uma argumentação efetivamente temerária, ao tentar deslegitimar até o mesmo o trabalho da própria CVM, gerando a falsa ideia de que o mercado opera em um grau elevado de irregularidade e que a CVM e demais órgãos do sistema seriam absolutamente lenientes. Tal fato simplesmente não é verdadeiro, em vista do elevado número de procedimentos de investigação instaurados pela CVM para análise de situações de desenquadramento de fundos, ilustrada pelo substancial número de casos julgados pela CVM sobre a mesma matéria aqui tratada. A linha argumentativa dos Recorrentes não desrespeita apenas as atividades da CVM, mas também, do mercado, ao querer fazer crer que grande número das instituições participantes simplesmente descumprem as políticas de investimento acordadas com os quotistas, algo completamente inadmissível.

14. Por tais razões, sigo o voto da Conselheira Relatora no sentido de manter integralmente as penas aplicadas aos Recorrentes, uma vez que não tenho qualquer dúvida a respeito da concretização das irregularidades apontadas neste processo.

15. Em verdade, como bem apontado pela Conselheira Relatora, o que está em total desacordo com a jurisprudência da CVM é justamente a aplicação da penalidade apenas de advertência do administrador. Em respeito à própria estrutura de governança de fundos de investimento propugnada pela regulamentação da CVM, o Colegiado tem aplicado penalidades muito próximas aos gestores e aos

administradores quando ambos agem com negligência no monitoramento do desenquadramento. Infelizmente, neste caso não foi o posicionamento da CVM. Assim, a desproporção presente no presente caso está na penalidade excessivamente baixa aplicada ao administrador do fundo, não sendo adequado no caso uma penalidade apenas de advertência, uma vez que o conselho da CVM não identificou qualquer elemento que justificasse tal abrandamento em comparação à jurisprudência anterior do mesmo órgão e deste CRSFN.

16. Quanto à proporcionalidade da pena imputada aos Recorrentes, na qualidade de gestores, em comparação a outros casos de responsabilização de gestores de fundo de investimento em casos de desenquadramento, observo que em processo bastante semelhante, cuja decisão foi recentemente confirmada por este CRSFN[1], a CVM imputou à gestora multa no valor de aproximadamente sete milhões de reais e suspendeu o diretor responsável pela gestão, pelo prazo de cinco anos, de administrar profissionalmente de carteira de valores mobiliários. Além disso, há outro processo julgado pela CVM, inclusive envolvendo o mesmo administrador do fundo em questão, cujas penas imputadas aos gestores responsáveis pelos desenquadramentos são de valores similares ao do presente caso[2]. Dessa forma, entendo que a penalidade imposta pela CVM foi proporcional e condizente com a jurisprudência da autarquia.

É o voto.

Carlos Portugal Gouvêa – Conselheiro.

[1] Processo Administrativo 10372.100235/2017-82 (antigo CVM RJ2014/3624), julgado em 20 de setembro de 2018.

[2] Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2007/2966, julgado em 23 de janeiro de 2008.



Documento assinado eletronicamente por **Carlos Pagano Botana Portugal Gouvêa, Conselheiro(a) Relator(a)**, em 08/01/2019, às 17:55, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



A autenticidade deste documento pode ser conferida no site http://sei.fazenda.gov.br/sei/controlador_externo.php?acao=documento_conferir&id_orgao_acesso_externo=0, informando o código verificador **1287266** e o código CRC **27AB7525**.
