



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

417ª Sessão

Processo 10372.100235/2017-82

Processo na primeira instância CVM RJ2014/3624

RECURSOS VOLUNTÁRIOS

RECORRENTES: GWI ASSET MANAGEMENT S.A.
MU HAK YOU

RECORRIDO: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

RELATOR: CARLOS PAGANO BOTANA PORTUGAL GOUVÊA

ADVOGADO: RICARDO JUNQUEIRA DE ANDRADE (OAB/RJ 112.230)

EMENTA: Recursos voluntários. Extrapolação de limite de investimento por emissor estipulado em regulamento. Desenquadramento ativo. Prejuízos aos cotistas concretizados. Infrações concretizadas. Falta de diligência. Recursos voluntários não providos. Multa e suspensão.

ACÓRDÃO CRSFN 194/2018

Vistos, relatados e discutidos os presentes autos, os membros do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional decidem, por unanimidade, com base no voto do Relator, conhecer dos recursos e:

1. com relação ao recorrente GWI ASSET MANAGEMENT S.A., pelo descumprimento do dever de diligência, ao extrapolar o limite de concentração por emissor previsto no regulamento e no prospecto do GWI Leverage Fundo de Investimento em Ações, **negar-lhe provimento**, mantendo a penalidade de multa no valor de R\$7.575.576,71 (sete milhões quinhentos e setenta e cinco mil quinhentos e setenta e seis reais e setenta e um centavos);
2. com relação ao recorrente MU HAK YOU, na qualidade de diretor responsável pela administração de carteira de valores mobiliários de GWI Asset Management S.A., pelo descumprimento do dever de diligência, ao extrapolar o limite de concentração por emissor previsto no regulamento e no prospecto do GWI Leverage Fundo de Investimento em Ações, **negar-lhe provimento**, mantendo a penalidade de suspensão, pelo prazo de 5 (cinco) anos, da autorização para administração profissional de carteira de valores mobiliários.

Participaram do julgamento os Conselheiros Carlos Pagano Botana Portugal Gouvêa, Adriana Cristina Dullius, João Batista de Moraes (art. 19, §3º do RICRSFN), Sérgio Cipriano dos Santos, Alexandre Henrique Graziano, Antonio Augusto de Sá Freire Filho, Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo e Ana Maria Melo Netto Oliveira. Manifestou-se regimentalmente o Senhor Representante da Procuradoria-Geral da Fazenda Nacional Dr. Euler Barros Ferreira Lopes.

Brasília, 20 de setembro de 2018.



Documento assinado eletronicamente por **Ana Maria Melo Netto Oliveira**,



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 **1182466** e o código CRC **6812F728**.



MINISTÉRIO DA FAZENDA
CONSELHO DE RECURSOS DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL

Recurso 10372.100235/2017-82

Processo na primeira instância CVM RJ2014/3624

RECURSOS VOLUNTÁRIOS

RECORRENTES: GWI ASSET MANAGEMENT S.A.
MU HAK YOU

RECORRIDA: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

RELATOR: CARLOS PAGANO BOTANA PORTUGAL GOUVÊA

RELATÓRIO

I. Objeto

1. Trata-se de recursos voluntários interpostos perante o Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (“CRSFN”) a fim de reformar a decisão proferida pela CVM, em 9 de maio de 2017, condenando GWI Asset Management S.A. (“GWI Asset”) e Mu Hak You (juntos, “Recorrentes”) à pena de multa no valor de R\$ 7.575.576,71 (sete milhões, quinhentos e setenta e cinco mil, quinhentos e setenta e seis reais e setenta e um centavos) e Mu Hak You com suspensão da autorização para administração profissional de carteira de valores mobiliários pelo prazo de 5 (cinco) anos, por infração ao disposto no Art. 65, XIII c/c Art. 88, caput, e Art. 65-A, I da Instrução CVM nº 409/2004 (“ICVM 409”).

II. Evolução temporal

2. Preliminarmente, vale repassar a evolução temporal do presente Recurso desde a instauração do processo pela CVM, conforme a tabela abaixo:

EVENTO	DATA	FOLHAS
Fatos	jul/2011 a set/2011	01 a 17
Termo de Acusação	02/04/2014	01 a 17
Intimação	04 e 05/06/2014	271 e 272; 311 e 312
Decisão	09/05/2017	410 a 436
Intimações	16 e 19/06/2017	439 a 441v e 468 a 469
Recursos ao CRSFN	12/07/2017	470 a 518
Autuação CRSFN	24/08/2017	-

III. Descrição das Ocorrências

3. Em 2 de abril de 2014, o Superintendente de Relações com Investidores Institucionais (“SIN”), em posse de elementos de autoria e materialidade no âmbito do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ-2014-3624 apresentou termo de acusação em face dos Recorrentes, na qualidade de gestora do fundo GWI Leverage FIA e de diretor responsável pela gestão, por manterem o patrimônio líquido do fundo em percentual superior ao permitido pelo regulamento investido em ações de um único emissor, Marfrig, tanto no mercado à vista, quanto a termo.
4. Conforme apurado pela CVM, no período compreendido entre 7 de julho de 2011 e 21 de setembro de 2011, o fundo GWI Leverage FIA esteve desenquadrado em relação a seu limite de exposição a ativos de um único emissor estabelecido em 70% (setenta por cento) do patrimônio líquido por seu regulamento.
5. Em 26 de abril de 2011, a B3, à época dos fatos, BM&FBovespa comunicou à Socopa – Sociedade Corretora Paulista S.A. acerca da extrapolação do limite de concentração de posições de clientes no mercado de derivativos pelo Grupo de Investidores GWI, composto não só pelas posições da GWI Asset, mas também de Mu Hak You.
6. A BNY Mellon, na qualidade de gestora do GWI Leverage FIA, por sua vez, comunicou a CVM no período de 7 de julho a 21 de setembro de 2011 a respeito dos desenquadramentos do fundo. Em 29 de julho de 2011, 91,74% (noventa e um inteiros e setenta e quatro centésimos por cento) do patrimônio líquido do GWI Leverage FIA chegou a estar exposto às ações da Marfrig.
7. A CVM, em sua investigação, alertou que ainda que não tivesse ocorrido a queda de 17,87% (dezessete inteiros e oitenta e sete centésimos por cento) do valor das ações da Marfrig entre 1º de 29 de julho de 2011 – que impactou na redução do patrimônio líquido do GWI Leverage FIA – o desenquadramento se manteria, já que 75,25% (setenta e cinco inteiros e vinte e cinco centésimos por cento) de seu patrimônio líquido permaneceria exposto às ações da Marfrig.
8. Segundo a CVM, tal desenquadramento contribuiu para a queda acentuada no patrimônio líquido do GWI Leverage FIA de R\$ 90.592.071,28 (noventa milhões, quinhentos e noventa e dois mil e setenta e um reais e vinte e oito centavos) em 31 de julho de 2011, para R\$ 16.096.619,51 (dezesseis milhões, noventa e seis mil, seiscentos e dezenove reais e cinquenta e um centavos), em 31 de agosto de 2011. A exposição em Marfrig foi zerada em agosto de 2011.
9. Desse modo, na percepção da CVM, tais atos perpetrados por ambos os Recorrentes teriam violado tanto o Art. 65, XIII combinado com o Art. 88, caput e o Art.65-A, I, todos da ICVM 409 diante do desenquadramento ativo do fundo e da *“falta de diligência para com os cotistas do Fundo, ao adotar estratégia irregular de excessiva exposição em Marfrig, o que contribuiu para uma pressão de baixa ainda maior nas ações da emissora e, por conseguinte, queda acentuada no patrimônio líquido do fundo”*.
10. Após o parecer favorável da Procuradoria Federal Especializada -CVM (“PFE-CVM”) (fls. 266 a 267), a CVM enviou as intimações aos Recorrentes para se pronunciarem a respeito do Termo de

IV. Defesa

11. Em 3 de julho de 2014, os Recorrentes apresentaram sua defesa requerendo a concessão de prazo de 30 (trinta) dias para apresentação de termo de compromisso. A respeito das acusações, os Recorrentes alegaram o seguinte (fls. 318 a 362):

- a. para que a estratégia fundamentalista adotada pela gestora tenha sucesso, é preciso que os ativos dos fundos sejam concentrados em poucos emissores;
- b. o regulamento do GWI Leverage FIA permitia a concentração de ativos de um único agente, nos termos do seu Art. 8º, § 3º, que previa “*o FUNDO pode ser exposto a significativa concentração de ativos de poucos emissores com os riscos daí decorrentes*”;
- c. ao contrário do que afirma a CVM, a melhor interpretação não seria que o Art. 9º do regulamento do GWI Leverage FIA se sobreporia ao Art. 8º, o que, à época dos fatos foi reconhecida pelo próprio Presidente da CVM, em entrevista ao jornal O Globo, ocasião em que afirmou que alavancagem do GWI Leverage FIA estava prevista no regulamento e o investidor dificilmente seria surpreendido;
- d. o Art. 95-B da ICVM 409 estabelece a ausência de limite de concentração, desde que haja alertas de risco do regulamento do fundo, o que era o caso;
- e. a carteira do GWI Leverage FIA era publicamente divulgada no site da CVM, o que permitia que os investidores tivessem ciência de sua composição;
- f. coexistindo ambos artigos no regulamento do fundo, que foi aprovado pelos investidores, há razoável dúvida a respeito de qual deles deve prevalecer, não sendo a CVM autorizada a fazê-lo, sem que tal questão seja submetida à apreciação soberana dos investidores;
- g. os investidores do GWI Leverage FIA tinham ciência inequívoca da política de investimento do fundo e que o cenário mundial contribuiu para a queda dos preços das ações Marfrig;
- h. a situação descrita na acusação foi acarretada pela cenário econômico da época da crise economia do primeiro semestre de 2011 nos Estados Unidos, que não foi adequadamente analisado pela área técnica da CVM;
- i. mesmo com toda diligência, não é possível, nem razoável exigir que o gestor pudesse prever o cenário de crise mundial que se instalou em 2011;
- j. o investimento em ações da Marfrig à época dos fatos foi considerado interessante não só pelos Recorrentes, mas também pelo próprio governo, uma vez que o BNDES também no ano de 2011 detinha 13,5 % (treze inteiros e cinco décimos) do capital da companhia;
- k. em 29 de julho de 2011, foi realizada ao final do dia a venda de um grande volume de ações da Marfrig e, na tentativa de conter a desvalorização, os Recorrentes decidiram por adquirir tais ações e vendê-las, posteriormente e organizadamente no mercado, para não prejudicar os cotistas do GWI Leverage FIA;
- l. além disso, a corretora Socopa negociava parte dos ativos da Marfrig para o grupo GWI sem ordem da gestora;
- m. tais fatores apontam que o desenquadramento do GWI Leverage FIA por investidor foi causado de forma passiva, já que foi motivado por causas externas e prevaleceu apenas por 15 (quinze) dias, entre 12 e 29 de julho de 2011;
- n. sem estudo específico, não é possível afirmar, como o fez a CVM, que as posições à vista teriam influenciado o preço das posições a termo, baseando somente em reportagens jornalísticas;
- o. além de tal desenquadramento, a peça acusatória apontou de forma sucinta ainda desenquadramento do GWI Leverage FIA em relação a ativos do administrador, o que também foi gerado de forma passiva, em razão das aplicações automáticas do fundo geradas pelo

sistema do administrador e, embora tais desenquadramentos não fizessem parte da acusação, seria importante explicá-los;

- p. sempre que cientificado a respeito, o gestor deu ordens para que os limites do regulamento fossem respeitados; e
- q. por isso, tendo em vista que os fatos que originaram os referidos desenquadramentos não foram causados pelos Recorrentes, eles não podem ser responsabilizados por tais condutas.

12. Em 4 de agosto de 2014, os Recorrentes reforçaram sua intenção em celebrar termo de compromisso e propuseram contribuir com o valor de R\$ 60.000,00 (sessenta mil reais) (fl. 363).
13. De acordo com a PFE-CVM, tal proposta não atenderia aos requisitos do Art. 11, §5º da Lei nº 6385/1976 ao não prever a indenização dos prejuízos suportados pelos investidores, mesmo este valor constando claramente do processo. Para a PFE-CVM, tal vício não retira a possibilidade de o Comitê de Termo de Compromisso continuar as negociações com os Recorrentes para tornar a proposta apta. (fls. 365 a 368).
14. Na sequência, o Comitê de Termo de Compromisso, concordando com o parecer da PFE-CVM, concluiu existir óbice legal à celebração do termo de compromisso, motivo pelo qual deliberou pela recomendação de rejeição da proposta (fls. 372 a 374).
15. O Colegiado da CVM rejeitou por unanimidade a proposta na reunião de 16 de dezembro de 2014, seguindo a PFE-CVM e o Comitê de Termo de Compromisso (fls. 382 a 383).
16. Os Recorrentes apresentaram em 16 de março de 2015 recurso contra tal decisão, alegando que ao contrário do considerado pelo Comitê de Termo de Compromisso, o suposto prejuízo causado aos investidores pelo desenquadramento passivo do fundo foi da ordem de R\$ 8.000.000,00 (oito milhões de reais). Por isso, com apoio da PFE-CVM requerem a revisão do pedido de realização de reunião com o Comitê de Termo de Compromissos para composição amigável do processo (fls. 384 a 387).
17. Diante disso, a Diretora relatora Luciana Dias, solicitou à Área Técnica averiguação do valor exato dos prejuízos supostamente causados pelas irregularidades ora em apuração (fls. 390 a 391). Segundo a SIN, o cálculo utilizado pelos Recorrentes para apurar os prejuízos é simplista e não reflete com fidedignidade a realidade dos fatos. Refazendo os cálculos da acusação, a SIN concluiu que o valor de R\$ 25.251.922,38 (vinte e cinco milhões, duzentos e cinquenta e um mil, novecentos e vinte e dois reais e trinta e oito centavos) é o que mais se aproxima do prejuízo causado (fls. 392 a 401).

V. Decisão de 1ª Instância

18. Na sessão de julgamento de 9 de maio de 2017, o Colegiado da CVM entendeu que as infrações pelas quais os Recorrentes foram acusadas se concretizaram e decidiram por apenar a GWI Asset com multa no valor de R\$ 7.575.576,71 (sete milhões, quinhentos e setenta e cinco mil, quinhentos e setenta e seis reais e setenta e um centavos) e Mu Hak You com suspensão da autorização para administração profissional de carteira de valores mobiliários pelo prazo de 5 (cinco) anos, por infração ao disposto no Art. 65, XIII c/c Art. 88, caput, e Art. 65-A, I da ICVM 409 (fls. 410 a 436).
19. Para o Colegiado da CVM, o desenquadramento do fundo não pode ser considerado passivo, como alegaram os Recorrentes, já que não ocorreu devido à queda de preço da ação da Marfrig, mas sim, às aquisições sucessivas de ações realizadas pelo GWI Leverage FIA. Tais aquisições elevaram a exposição do patrimônio líquido de 64,99% (sessenta e quatro inteiros e noventa e nove centésimos por cento), no final de junho de 2011, para 99,80% (noventa e nove inteiros e oito décimos por cento), no início de agosto de 2011.
20. Além disso, a CVM considerou que a alta exposição do GWI Leverage FIA em ações da Marfrig contribuiu para que o preço do papel diminuísse no mercado, já que incapacidade do fundo honrar as chamadas de margem relativas aos contratos de derivativos obrigou a venda do papel, aumentando a quantidade de negociações dos contratos a termo e a liquidez do papel no mercado à vista.

21. A CVM ressaltou ainda que a estipulação do limite de aplicação de 70% (setenta por cento) do patrimônio líquido no regulamento do GWI Leverage FIA impede a aplicação do Art. 95-B, §2º da ICVM 409, como alegaram os Recorrentes.
22. Por fim, a CVM acrescentou que a não observância do regulamento do fundo de investimento pelo gestor é considerada infração grave, nos termos do Art. 11, IX e XIII da ICVM 409.
23. Os Recorrentes foram intimados em 16 e 19 de junho de 2017 sobre a decisão da CVM para apresentar recurso em 30 (trinta) dias (fls. 439 a 441v e 468 a 469).

VI. Recurso ao CRSFN

24. Em 12 de junho de 2017, os Recorrentes interpuseram seus recursos, em conjunto e tempestivamente, requerendo que estes sejam recebidos com efeitos devolutivo e suspensivo em conjunto e que sejam absolvidos das condenações ou, subsidiariamente, que a multa aplicada seja reduzida e a suspensão convalidada em advertência. Para tanto, os Recorrentes alegaram que (fls. 470 a 518):
 - a. em 29 de julho de 2011, diversas corretoras venderam um grande volume de ações da Marfrig, o que obrigou a GWI a efetuar a compra das ações, a fim de evitar a queda vertiginosa do preço dos papéis e um agravamento do impacto sobre os ativos do fundo;
 - b. a CVM imputou aos Recorrentes 3 (três) infrações pelo mesmo ato;
 - c. o Art. 95-B, §2º da ICVM 409 determina que os fundos de investimento em ações não se sujeitam ao limite de concentração por emissor do Art. 86;
 - d. o Art. 86, §1º da ICVM409 obriga os fundos de investimento em ações a ter no mínimo 67% (sessenta e sete por cento) de seu patrimônio líquido investido em renda variável;
 - e. a tabela constante no regulamento do fundo trata de limites de concentração de ativos, não de emissores, o que inclusive é atestado pela prática da gestão feita pelos Recorrentes;
 - f. a concentração da carteira do fundo em determinados ativos faz parte da estratégia adotada pelo fundo desde sua concepção e os cotistas do fundo conheciam e apoiavam e conheciam a estratégia, não tendo sido a GWI Asset e Mu Hak destituídos da condição de gestores de carteira do fundo;
 - g. os cotistas do fundo entenderam que as perdas ocorridas em 2011 foram responsabilidade da Socopa, a corretora de valores que mantinha e realizava as operações a termo com ações da Marfrig;
 - h. o próprio presidente da CVM à época dos fatos reconheceu em entrevista pública que a estratégia de alavancagem sempre foi plenamente regular;
 - i. *“ainda que o Regulamento e Prospecto do GWI Leverage vedassem a prática de alavancagem ou de elevada concentração de ativos em um único emissor – o que, já se viu, não é verdade –, a conduta permissiva dos quotistas durante toda a existência do GWI Leverage gerou a legítima expectativa na GWI de que pudessem continuar concentrando os investimentos do GWI Leverage em ações da Marfrig, não havendo que se falar em qualquer ilicitude na conduta da GWI e, muito menos, do Sr. You”;*
 - j. a presente situação deve ser disciplinada pelo instituto da *surrectio*, “o qual coíbe comportamento contraditórios e se caracteriza pelo surgimento de um direito por força de uma conduta constante em desacordo com o que estaria estipulado pelas partes”;
 - k. com a queda das ações da Marfrig, considerando a elevada exposição a carteira do fundo, a melhor diligência da GWI era reagir contra a pressão de venda das ações;
 - l. ato contínuo, após a queda, a GWI ordenou a venda ordenada das ações da Marfrig a fim de reduzir a exposição do fundo, mas a Socopa, em contrapartida, determinou unilateralmente a imediata e abrupta venda das ações e dos contratos a termo da Marfrig;

- m. a queda do patrimônio líquido do fundo ocorreu devido a dois fatores imprevisíveis e inevitáveis: (i) a crise econômica dos EUA que afetou o mercado acionário brasileiro; (b) a venda desautorizada de grande volume das ações pela Socopa;
- n. a GWI agiu com o único objetivo de proteger os interesses do fundo;
- o. o estado de necessidade descaracteriza a ilicitude da conduta da GWI, já que a queda do valor das ações era um perigo inevitável;
- p. o Sr. Mu Hak é responsabilizado pelo simples fato de ser o diretor responsável pela gestão do fundo de modo que não restou provada sua culpabilidade e não seria possível imputar-lhe responsabilidade objetiva pelas infrações;
- q. os Recorrentes não têm condutas condenáveis, fatos imputados ou infrações cometidas;
- r. as penalidades imputadas aos Recorrentes foram extremas e desproporcionais, já que não houve má fé por parte deles, não foram adotados artifício ou ardil durante a prestação dos serviços;
- s. em casos análogos, a CVM aplicou penalidades substancialmente menores que as cominadas (PAS nº RJ/2011/4517, julgado em 17 de dezembro de 2013);
- t. os prejuízos causados pelas operações ora questionadas não são da ordem de R\$ 25.000.000,00 (vinte e cinco milhões) de reais, como adotado pela CVM, mas sim de R\$ 8.000.000,00 (oito milhões de reais), considerando-se o número de ações excedentes entre o período de 29 de julho de 2011 e 11 de agosto de 2011, multiplicado o valor da diferença entre o maior e menor preço das ações de emissão da Marfrig;
- u. o Sr. Mu Hak era pessoalmente investidor do Fundo, de modo que compartilhou com os demais investidores o prejuízo, o que demonstra o alinhamento dos seus interesses ao dos demais investidores;
- v. os prejuízos sofridos pelo Sr. Mu Hak não deveriam ser computados em sua penalidade, de modo que a base de cálculo de sua penalidade deveria ser R\$ 4.488.393,55 (quatro milhões, quatrocentos e oitenta e oito mil, trezentos e noventa e três reais e cinquenta e cinco centavos); e
- w. A utilização da mesma base de cálculo para o Sr. Mu Hak e a GWI Asset afronta os princípios da individualização das penas, da proporcionalidade e da razoabilidade.

VII. Remessa ao CRSFN

25. O presente recurso foi autuado no CRSFN em 24 de agosto de 2017 e na 406ª sessão de julgamento, foi distribuído, por sorteio, a mim.

É o relatório.

Carlos Portugal Gouvêa – Conselheiro relator.



Documento assinado eletronicamente por **Carlos Pagano Botana Portugal Gouvêa, Conselheiro(a) Relator(a)**, em 02/09/2018, às 21:20, 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 **1022088** e o código CRC **C7A1FC52**.



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

Processo 10372.100235/2017-82

Processo na primeira instância CVM RJ2014/3624

RECURSOS VOLUNTÁRIOS

RECORRENTES: GWI ASSET MANAGEMENT S.A.
MU HAK YOU

RECORRIDA: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

RELATOR: CARLOS PAGANO BOTANA PORTUGAL GOUVÊA

EMENTA: Recursos voluntários. Extrapolação de limite de investimento por emissor estipulado em regulamento. Desenquadramento ativo. Prejuízos aos cotistas concretizados. Infrações concretizadas. Falta de diligência. Recursos voluntários não providos. Multa e suspensão

VOTO DO RELATOR

1. Relatados os fatos, passo ao voto. Trata-se de recursos voluntários interpostos perante o Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (“CRSFN”) a fim de reformar a decisão proferida pela CVM, em 9 de maio de 2017, condenando GWI Asset Management S.A. (“GWI Asset”) e Mu Hak You (juntos, “Recorrentes”) à pena de multa no valor de R\$ 7.575.576,71 (sete milhões, quinhentos e setenta e cinco mil, quinhentos e setenta e seis reais e setenta e um centavos) e Mu Hak You com suspensão da autorização para administração profissional de carteira de valores mobiliários pelo prazo de 5 (cinco) anos, por infração ao disposto no Art. 65, XIII c/c Art. 88, caput, e Art. 65-A, I da Instrução CVM nº 409/2004 (“ICVM 409”).
2. Observo que os recursos voluntários foram interposto tempestivamente, de modo que voto pelo seu conhecimento.
3. Antes de iniciar a apreciação das irregularidades apontadas nos autos, vale afastar a incidência da prescrição, seja ordinária, seja intercorrente, nos termos da Lei nº 9.873/1999. Tendo em vista que os fatos são de julho de 2011, em abril de 2014, foi apresentado o Termo de Acusação e, em junho de 2014, os Recorrentes foram intimados, afasto a prescrição ordinária. Do mesmo modo, não reconheço a incidência da prescrição intercorrente, tendo em vista que, conforme a análise da tabela do item 2 do relatório, os autos não permaneceram por mais de 3 (três) anos pendentes de decisão ou despacho, nos termos da Lei nº 9.873/1999.
4. Os Recorrentes também alegam que a CVM os teria punido com base em três dispositivos diversos da

regulamentação especializada, mas pelo mesmo fato. No entanto, não nos parece que tenha sido o caso. O parágrafo 31 do voto da diretora relatora da CVM é claro neste sentido. Pelo desrespeito à política de investimento prevista no regulamento do fundo, especificamente, os limites expostos no Art. 9º, os Recorrentes infringiram os Art. 65, XIII e o Art. 88, caput, da ICVM 409. Porém, pela falta de diligência na gestão do fundo, a qual feriu a confiança dos cotistas, os Recorrentes infringiram a norma de conduta prevista no Art. 65-A, I da ICVM 409.

5. Superadas tais questões, volto à análise dos fatos objeto deste recurso.
6. Os Recorrentes foram condenados pela CVM pelo descumprimento do dever de diligência ao investirem em ações da Marfrig, tanto no mercado à vista, quanto no mercado a termo, acima do percentual máximo permitido no regulamento do GWI Leverage FIA. Os Recorrentes apresentaram diversos argumentos a fim de afastar tal punição e justificar os atos tidos como irregulares pela CVM.
7. Início a análise pela alegação recursal de que não haveria um limite claro de concentração de ativos por emissor para o GWI Leverage FIA. Os Recorrentes alegaram que não existiam vedações dessa natureza na ICVM 409, que à época dos fatos regulava os fundos de investimento em ações, e que a leitura conjunta dos Arts. 8º e 9º do regulamento do GWI Leverage FIA deixava dúvidas a tal respeito. Além disso, os Recorrentes ressaltaram que a interpretação feita pela CVM – de que o Art. 9º se sobreporia ao Art. 8º do regulamento a fim de limitar a exposição por emissor – impõe a vontade do regulador à soberania da assembleia geral de cotistas, que aprovou o regulamento.
8. Pois bem, de fato, a ICVM 409 não prevê limites máximos de exposição das carteiras dos fundos de investimento a ativos de um mesmo emissor. Como apontam os Recorrentes em sua peça recursal, o Art. 95-B da referida Instrução diz claramente que é possível não haver tal limite:

“Art. 95-B. Os fundos classificados como “Ações” deverão ter como principal fator de risco a variação de preços de ações admitidas à negociação no mercado à vista de bolsa de valores ou entidade do mercado de balcão organizado.

§ 2º Sem prejuízo do disposto no caput, o investimento nos ativos financeiros listados no inciso I do § 1º não estará sujeito a limites de concentração por emissor, desde que o regulamento e o prospecto, quando houver, contenham, com destaque, alerta de que o fundo pode estar exposto a significativa concentração em ativos financeiros de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes.”

9. Contudo, como se vê, o artigo traz uma contrapartida relevante para a opção pela ausência de limites de exposição do fundo por emissor: o alerta claro de que o fundo pode estar exposto a significativa concentração em ativos financeiros de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes, em destaque, tanto no regulamento, quanto no prospecto. Este é um aspecto bastante relevante para o presente caso.
10. Como se sabe, a diversificação de emissores contribui para diversificar o risco suportado pelos investidores de um determinado fundo de investimento e, portanto, contribui também para reduzir tal risco. Apesar disso, não há motivos para se coibir a opção de gestores por estratégias de investimentos mais agressivas, com recursos concentrados em poucos emissores. Entretanto, a norma deixa claro que tal opção deve ser feita de forma transparente para com os investidores, informando-os adequadamente, nos documentos que comumente são utilizados no processo de decisão de investimento a escolha mais arrojada da gestão.
11. Claramente, diante dos diversos instrumentos disponíveis para proteger os investidores, especificamente em relação a este aspecto, a CVM entendeu que a melhor estratégia seria a transparência para com os investidores, partindo do pressuposto de que a divulgação clara de informações muitas vezes é o suficiente para que o investidor possa fazer sua escolha de forma consciente e bem informada.
12. Ao analisar o regulamento do fundo, buscando-se identificar o alerta requerido pela regulação, depara-se com os Arts. 8º e 9º abaixo transcritos, nos quais verifica-se justamente o contrário do alegado pelos Recorrentes.

Artigo 8º

O FUNDO se classifica como um fundo de ações e aplicará 67% (sessenta e sete por cento), no mínimo, de seu patrimônio líquido nos seguintes ativos financeiros:

- I. Ações admitidas à negociação em bolsa de valores ou entidade do mercado de balcão organizado;*
- II. Bônus ou recibos de subscrição e certificados de depósito de ações admitidas À negociação nas entidades referidas no inciso I deste Artigo;*
- III. Cotas de fundos de ações e cotas de fundos de índice de ações negociadas nas entidades referidas no inciso I deste Artigo; e*
- IV. Brazilian Depositary Receipts classificados como nível II e III, de acordo com o Art. 3º, §1º, incisos II e III da Instrução CVM nº 332, de 04 de abril de 2000.*

Parágrafo Primeiro

O patrimônio líquido do FUNDO que exceder o percentual fixado no caput deste Artigo poderá ser aplicado em quaisquer outras modalidades de ativos financeiros, observados os limites de concentração previstos no parágrafo segundo do Artigo 9º deste Regulamento.

Parágrafo Segundo

O principal fator de risco do FUNDO é a variação de preços de ações admitidas à negociação no mercado à vista de bolsas de valores ou entidades do mercado de balcão organizado.

Parágrafo Terceiro

O FUNDO poderá estar exposto a significativa concentração em ativos de poucos emissores com os riscos daí decorrentes.

Parágrafo Quarto

O FUNDO pode realizar operações na contraparte da tesouraria da ADMINISTRADORA, GESTORA ou de empresas a elas ligadas.

Artigo 9º

O FUNDO obedecerá aos limites de concentração por emissor e por modalidade de ativos financeiros constantes dos parágrafos abaixo.

Parágrafo Primeiro

O investimento nos ativos listados nos incisos I a IV do Artigo 8º deste Regulamento está sujeito a limites de concentração por emissor, não podendo concentrar mais de 70% dos referidos ativos em um único emissor. No caso dos demais ativos, o FUNDO obedecerá aos limites de concentração por emissor constantes da tabela abaixo:

<i>Instituições Financeiras</i>	<i>20%</i>
<i>Companhias Abertas</i>	<i>10%</i>
<i>Fundos de Investimento</i>	<i>10%</i>
<i>Pessoas Físicas</i>	<i>5%</i>
<i>Outras Pessoas Jurídicas de Direito Privado</i>	<i>5%</i>
<i>União Federal</i>	<i>33%</i>

Parágrafo Segundo

O investimento nos ativos listados nos incisos I a IV do Artigo 8º deste Regulamento está sujeito a limites de concentração por emissor, não podendo concentrar mais de 70% dos referidos ativos em um único emissor. No caso dos demais ativos, o FUNDO obedecerá aos limites de concentração por emissor constantes da tabela:

GRUPO A	Cotas de FI Instrução CVM 409 [exceto aquelas previstas no item III do Artigo 8º]		10%
	Cotas de FIC Instrução CVM 409		10%
	Cotas Fundos de Índice		20%
	Conjunto dos seguintes Ativos Financeiros	Cotas de FI Imobiliários	
		Cotas de FIDC	
		Cotas de FIC FIDC	
		CRI	
		Outros Ativos Financeiros (exceto os do Grupo B)	
GRUPO B	Títulos Públicos Federais e Operações Compromissadas		33%
	Ouro adquirido ou alienado em Bolsa de Mercadorias e Futuros		0%
	Títulos de emissão ou co-obrigação de Instituição Financeira		20%
	Outros Valores Mobiliários objeto de Oferta Pública (exceto os do Grupo A)		20%

13. Diferentemente do que os Recorrentes tentam fazer crer, a leitura dos Arts. 8º e 9º do regulamento não são colidentes, mas complementares. Para não deixar dúvidas disso, o próprio parágrafo primeiro do Art. 8º é explícito ao dizer que o investimento nos ativos enumerados pelo caput do artigo deve ser realizado levando-se em consideração os limites previstos – explicitamente – pelo Art. 9º. Da mesma forma, o parágrafo primeiro do Art. 9º também faz referência expressa ao Art. 8º e em particular ao ativo relevantes para o presente caso, que seriam as “ações admitidas à negociação em bolsa de valores ou entidade do mercado de balcão organizado”. Tais disposições são tão claras que chegam a ser redundantes. Sendo assim, o argumento dos Recorrentes de que a limitação ao investimento em ativos de um mesmo emissor seria uma interpretação da CVM, que desrespeitaria a vontade soberana dos cotistas, não se sustenta. Aliás, chama atenção que os Recorrentes defendam a vontade soberana dos cotistas em relação aos atos da CVM, mas não enxerguem que eles próprios, ao cometerem as irregularidades dos autos, desrespeitaram os limites de investimentos determinados pelos cotistas.
14. Da mesma forma, a interpretação dos Recorrentes sobre a ambiguidade da redação do Artigo 9º do regulamento não se sustenta. Não vejo como o regulamento poderia ser mais claro para estipular limites a investimentos por emissor que utilizando frases como “[o] **FUNDO obedecerá aos limites de concentração por emissor e por modalidade de ativos financeiros constantes dos parágrafos abaixo**”; “[o] investimento nos ativos listados nos incisos I a IV do Artigo 8º deste Regulamento **está sujeito a limites de concentração por emissor, não podendo concentrar mais de 70% dos referidos ativos em um único emissor**” (grifei).
15. Assim sendo, a alegação de dúvidas a respeito de tais dispositivos do regulamento do fundo revela uma tentativa temerária dos Recorrentes de deturparem o conteúdo do regulamento, o qual, como

descrito acima, está claro como água. A propósito, vale destacar que se o regulamento realmente possuísse controvérsia tão profunda a respeito do que estaria previsto na política de investimento do fundo, tal como quisessem fazer entender os Recorrentes, isso, por si só já revelaria a falta de diligência dos Recorrentes enquanto gestores de recursos de terceiros. Os Recorrentes não deveriam ter assumido um mandato sem clareza sobre os seus limites e sem certeza de que os investimentos realizados de fato condiziam com o que os cotistas tinham intenção de investir no momento que decidiu adquirir cotas do GWI Levarege FIA.

16. Outro argumento utilizado pelos Recorrentes para justificar o desenquadramento da carteira do fundo é o de que os cotistas tinham ciência da irregularidade e não se opuseram a ela, de modo que terias permitido a alteração da política de investimento tacitamente. Embora tal alegação não possa ser acolhida para fins de afastar as irregularidades pelos motivos de cunho estritamente jurídicos que abordarei a seguir, tal alegação também não guarda qualquer fundamento fático. Em fundos restritos, com quotistas pertencentes a uma única família, por exemplo, até seria possível imaginar que os cotistas realmente tivessem ciência sobre um desenquadramento como este sem que tal informação tivesse sido transmitida formalmente. Mas em um fundo de investimento tal qual era o GWI Levarege FIA, voltado para o público em geral (conf. Art. 1º, parágrafo único do seu regulamento) e que, à época dos fatos, tinha praticamente 500 (quinhentos) cotistas, tal situação é pouco crível. A falta de evidências claras nos autos de comunicação específica aos cotistas a respeito do desenquadramento não deixa dúvidas de que tal argumento não tem qualquer fundamento fático.
17. Mas se não bastasse a total falta de fundamento fático para a argumentação, tal alegação é absolutamente antijurídica. O argumento de que a falta de reclamação dos cotistas do fundo permitiria a aplicação da *surrectio* ao regulamento, o que tornaria legítimo o descumprimento do regulamento pelo gestor do fundo, deve ser cabalmente afastado. A tentativa de emprego de um instituto clássico de direito privado aplicável somente aos contratos bilaterais e sinalagmáticos ao regulamento de um fundo de investimento, contrato que cria uma nova organização jurídica e disciplina o funcionamento do condomínio, é não somente equivocado, mas também temerário. A antiga lição de Tullio Ascarelli nunca é demais para relembrar que contratos plurilaterais têm natureza e, portanto, execução, bastante distinta dos bilaterais, de onde se extrai que a aplicação dos institutos típicos de um noutro deve ser feita cuidadosamente. Apesar de Ascarelli ter dedicado-se ao funcionamento de estruturas societárias, a mesma reflexão é, indubitavelmente, aplicável aos condomínios. Quando tratamos então de fundos de investimentos, para os quais as quotas configuram valores mobiliários por força de lei, tratar tais relações como se fossem relações contratuais regidas pelo direito obrigacional é simplesmente inaceitável, particularmente quando a interpretação é feita no sentido de prejudicar os quotistas minoritários. Os consórcios, como institutos jurídicos plurilaterais, somente podem ter suas regras alteradas quando respeitadas de forma absolutamente estrita os procedimentos para tal deliberação. Em alguma medida, tal argumento é tão descabido, tão contrário a conceitos básicos sobre o funcionamento de institutos plurilaterais e do próprio mercado de capitais, que a sua mera menção pelos Recorrentes parece indicar as razões que os levaram a realizar a infração, qual seja, uma efetiva desconsideração com as próprias regras regulamento.
18. Aceitar que o regulamento dos fundos de investimento pode ser alterado de forma tácita levaria à admissão absurda de que o descumprimento doloso do regulamento pelos gestores dos fundos poderia ser sanado pela omissão dos cotistas – o que me parece totalmente inconsistente com a proteção que a regulação procura dar aos cotistas de fundos de investimento, reconhecidos como partes hipossuficientes em razão da profunda assimetria de informação. Como dito, a mera apresentação de tal argumento é inconsistente com a própria defesa de que não teria ocorrido qualquer violação.
19. Algumas formalidades, muitas vezes consideradas perfumarias por certos agentes de mercado, são essenciais para se assegurar os direitos das partes mais vulneráveis das relações jurídicas, neste caso, os cotistas. Não é por acaso que o Art. 43 da ICVM 409 determinava que as alterações da política de investimentos dependeriam de prévia aprovação em assembleia geral de cotistas e o Art. 47 previa esta como competência privativa da assembleia geral – o que aliás permanece em vigor no Art. 66, V da Instrução CVM nº 555/2014.
20. A política de investimento de um fundo é um dos principais parâmetros que asseguram ao investidor que seus recursos serão empregados conforme seu desejo e sua aptidão de risco. Por isso, a violação

da política de investimento é uma infração tão grave. Ela ataca diretamente a confiança do investidor em permitir que terceiro administre seus recursos e, indiretamente, a confiança do investidor no mercado de capitais. O gestor que deliberadamente opta por não respeitar os parâmetros da política de investimento desrespeita profundamente a vontade do cotista sobre como empregar os recursos próprios deste e como já citei em diversos precedentes, são expropriações deste tipo que ferem a reputação do mercado de capitais e reduz a aptidão dos investidores.

21. Os Recorrentes argumentam também que o desenquadramento constatado pela CVM foi passivo, uma vez que (i) o desenquadramento teria perdurado por apenas 14 (quatorze) dias; e (ii) teria sido causado por fatores externos à vontade dos Recorrentes.
22. É curioso notar que a própria argumentação de que o desenquadramento teria durado 14 (quatorze) dias também contradiz o argumento acima de aplicação da *surrectio*, que nas palavras do próprio recurso ocorreria por “*força de uma **conduta constante em desacordo com o que estaria estipulado pelas partes***” (*grifei*). Isso deixa transparecer no próprio recurso apresentado a falta de percepção dos Recorrentes sobre a gravidade das irregularidades cometidas, mesmo após a decisão da CVM.
23. De acordo com o Colegiado da CVM, o desenquadramento não pode ser considerado passivo, porque foi fruto de aquisições diretas da gestora do GWI Levarege FIA, e não de oscilações inesperadas de mercado as quais o gestor diligentemente não poderia prever ou se prevenir, algo que ficou bastante evidente ao longo do processo a meu ver.
24. É relevante ressaltar que os Recorrentes alegam que a Socopa, na qualidade de corretora, à época dos fatos teria adquirido parte das ações da Marfrig sem a ordem da gestora. Tal alegação é grave do ponto de vista da prestação de serviços de corretagem e é curioso notar que os Recorrentes não fizeram qualquer referência nos autos às atitudes que tomaram junto à Socopa para sanar este problema. Neste sentido, sem a prova de que os Recorrentes de fato buscaram responsabilizar a Socopa por tal prática ilegal, tal alegação não pode sequer ser considerada no presente processo.
25. Além disso, também sigo a decisão da CVM a respeito das alegações dos Recorrentes de que o desenquadramento teria causas externas à vontade dos Recorrentes. Como bem expôs a decisão recorrida, ainda que não tivessem ocorrido os eventos apontados pelos Recorrentes, a carteira do GWI Levarege FIA permaneceria acima do limite permitido.
26. Também não prospera a alegação dos Recorrentes quanto ao estado de necessidade que se encontravam diante da desvalorização abrupta do valor das ações da Marfrig, o que os obrigou a adquirir ações em percentuais acima do permitido no regulamento. Sobre este tópico, vale fazer dois comentários. Primeiro, é que a oscilação abrupta nos valores das ações negociadas em bolsa de valores é um risco inerente a este mercado, suportado por todo e qualquer fundo de investimento em ações. O desafio diário do gestor de tais fundos é justamente evitar que a carteira de investimentos sofra com a oscilação de uma das ações. Por isso, a oscilação das ações da Marfrig, por si só, não é justificativa para que os Recorrentes pudessem desrespeitar o regulamento do fundo ativa e deliberadamente. Segundo, é que me parece que o estado de necessidade a que se referem os Recorrentes foi criado por eles próprios, fruto do investimento elevado em um único ativo, em desrespeito ao regulamento do GWI Levarege FIA. Por isso, utilizar esse argumento ao invés de contribuir para a defesa, reforça o grau de irresponsabilidade que os Recorrentes submeteram os cotistas do GWI Levarege FIA, ao deixa-lo extremamente atrelado à variação de cotação de um único ativo.
27. Também sigo a CVM, quanto à culpabilidade do Recorrente Mu Hak You, diretor responsável pela gestão do GWI Levarege FIA. É pacífico tanto na CVM, quanto neste CRSFN que diretores responsáveis pela gestão de recursos são incumbidos de acompanhar a atividade desempenhada pela pessoa jurídica e assegurar que ela esteja de acordo com a legislação. O dever de fiscalização deste agente impõe a eles a presunção de que tinham ciência do que era feito na gestora, porque este é seu papel.
28. Por isso, quando constatada alguma irregularidade na prestação do serviço de gestão, presume-se, legitimamente, que o diretor responsável pela atividade concorreu para a prática irregular. Tal presunção é um mero resultado do fato de que sua função é justamente supervisionar as atividades do

fundo, evitando que ocorram situações de desenquadramento como a presente. Cabe ao diretor, então, afastar a presunção, demonstrando que diligentemente não poderia saber da ocorrência da irregularidade na gestora e isso não foi feito. Portanto, a responsabilização do diretor responsável pela gestão pelas irregularidades ocorridas na gestora não é com fundamento em responsabilidade objetiva – o que de fato, como bem alegam os Recorrentes, não é aplicável ao direito sancionatório. Sua responsabilidade é subjetiva, derivada do fato de que ele tem o dever primário de garantir o cumprimento do regulamento do fundo. Se o regulamento foi violado de forma sistemática e constante, existe uma presunção de ciência e concorrência para os fatos, pois era o seu dever saber de tais fatos. No presente caso, o Recorrente não afastou tal presunção e não conseguiu demonstrar que agiu de forma diligente.

29. Por fim, reforço que as penalidades aplicadas aos Recorrentes foram proporcionais e razoáveis. Como já dito, as infrações em questão são bastante graves e, por isso, são proporcionais a penalidade mais elevadas que o habitual, uma vez que geraram prejuízos econômicos aos cotistas bastantes expressivos, mas também, contribuíram para abalar a confiança dos investidores em geral no mercado, como ficou demonstrado nos autos.
30. Antes de encerrar o voto, vale fazer mais uma observação para elogiar a conduta da CVM de não abrir o processo administrativo contra a administradora do fundo. Constatado que a administradora agiu com diligência comunicando tempestivamente a CVM a respeito dos desenquadramentos, agiu bem a CVM de instaurar o processo administrativo apenas em face da gestora e de seu diretor responsável. Como já tive oportunidade de expor, a falta de clareza a respeito das responsabilidades próprias de cada um dos agentes do mercado de capitais, prejudica seu funcionamento e é preciso que o regulador avance neste tópico, para atribuir mais segurança jurídica aos agentes. Assim, cumprimento a CVM pela atitude de se concentrar nas irregularidades do gestor, que a meu ver foi bastante acertada, em vista da conduta diligente do administrador.
31. Sendo assim, diante de todo o exposto, voto:
- a. pelo **não provimento do recurso voluntário** de GWI Asset, conservando, portanto, a decisão da CVM de aplicar-lhe multa no valor de R\$ 7.575.576,71 (sete milhões, quinhentos e setenta e cinco mil, quinhentos e setenta e seis reais e setenta e um centavos) devido à violação ao Art. 65, XIII c/c Art. 88, caput, e Art. 65-A, I da ICVM 409; e
 - b. pelo **não provimento do recurso voluntário** de Mu Hak You, conservando, portanto, a decisão da CVM de aplicar-lhe suspensão da autorização para administração profissional de carteira de valores mobiliários pelo prazo de 5 (cinco) anos, por infração ao disposto no Art. 65, XIII c/c Art. 88, caput, e Art. 65-A, I da ICVM 409.

É o voto.

Carlos Portugal Gouvêa – Conselheiro relator.



Documento assinado eletronicamente por **Carlos Pagano Botana Portugal Gouvêa, Conselheiro(a) Relator(a)**, em 20/09/2018, às 20:11, 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 **1084099** e o código CRC **EAE7E14A**.



Documento assinado eletronicamente por **Fernando Lima Pereira Dutra, Secretário(a) Executivo(a)**, em 05/10/2018, às 19:42, 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 **1228587** e o código CRC **149ECB71**.
